全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





非赚不可

证券市场红周刊 统筹
袁园 编著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
58218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





非赚不可

证券市场红周刊 统筹
袁园 编著



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

非赚不可 / 袁园编著．—北京：机械工业出版社，2014.6
（雪球投资丛书）

ISBN 978-7-111-46874-5

I. 非… II. 袁… III. 股票投资 - 基本知识 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 106328 号

本书是由《证券市场红周刊》与雪球网、手机腾讯网三方通力合作打造而成，集合了《证券市场红周刊》优秀资深记者、雪球社交平台资源、手机腾讯网独家品牌“小刀说股”用户的三方优势，汇集了雪球网 20 名高端用户的投资经历与投资策略，详细反映了国内价值投资者的原貌。

非赚不可

袁 园 编著

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）
责任编辑：刘利英 责任校对：董纪丽
印 刷：北京诚信伟业印刷有限公司 版 次：2014 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
开 本：170mm × 242mm 1/16 印 张：15
书 号：ISBN 978-7-111-46874-5 定 价：49.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066 投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有 · 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

他们是活的

@DAVID 自由之路

@追寻高 ROE 的林地

@大道至简－荣令睿

@伙伴资本看公司

@许志宏

@conan 的投资笔记

@释老毛

@国老

@小小辛巴

@富兰克凌

@梁剑

@付羽的投资笔记

@耐力投资

@每天发现一个更好

@西峯

@Benjamin 顾斌

@独立财经分析师

@岁寒知松柏

@renjunjie19

@水晶苍蝇拍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们是谁？这些人的真身，我大部分素昧平生，但对他们的ID和文字，我却像对儿时的伙伴一样熟悉。

准确地说，他们是20名雪球活跃用户。雪球，是我创办的一家投资社交网站。

这本书里收录的，是对他们的采访。

平时，他们在雪球上发布自己的投资观点、信息，这个和在报纸、杂志、电视、广播上无异。所不同的是，他们在雪球上发布以后，其他用户可以回复、补充、反驳，然后他们自己又会持续地与这些用户交流、互动。他们是活的！

如何评估这些交流的价值？我亲眼看见，一条本来很琐碎杂乱的信息，在持续的互动中，拼出了一件事情的全景图；我也亲眼看见，投资业务的入门用户在雪球的持续灌水中，成长为很专业的金融分析师，甚至找到了一份这方面的工作。

信息不与发布者的链接断开，其增值过程才不会结束。人是活的，信息也是活的，这就是社交网络的魅力。

雪球就是这样一个社交网络，超过百万名的用户在雪球上灌水、吵架、吹捧、拉黑，他们希望交流能使自己的投资水平得到提升，也希望交流能排遣自己投资过程中的寂寞。

如果你也有这样的期望，如果你也想链接这些“活着”的人和信息，上雪球，@他们。

如果想对他们发在雪球上的内容有更多了解，请先读这本书。

雪球网创始人　方三文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言

分享普通人“吐槽”投资的快乐

从小小辛巴、国老到释老毛，从富兰克凌到水晶苍蝇拍、岁寒知松柏……这些有趣或许奇怪的名字，对于社交网络平台的雪球用户来说却极为熟悉，他们都是活跃在雪球上最具人气、颇具个性并有着丰富投资经验的个人投资者。相对于平常的发言，如今把他们的投资经历、交易体系、心得经验包括教训等都呈现在了《投资人物专访》专栏上，并集结成本书。

如采访者袁园所言，这些个人投资者不是“高大上”的那一类，他们都是生活中的普通人，很少西装革履，也更随和自然。这些人来自各行各业，有工程师、大学教授、企业高管、天使投资人、公司老总等，专业的产业背景让他们具有鲜明的能力圈。他们可能不会面面俱到，但却对自己所处的行业如数家珍、观点犀利。投资并非这些嘉宾们的本职工作，但那份对于投资的执著和热爱成为他们的一种共同信仰。这些人不会身负各种利益的枷锁，所以更乐于分享自己的独特见解，将更多可复制的投资细节娓娓道来，为众多球友和读者所喜欢。

《投资人物专访》是《证券市场红周刊》与雪球、手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机腾讯网三方通力合作的一个栏目，集合了《证券市场红周刊》优秀资深记者、雪球社交平台资源、手机腾讯网独家品牌“小刀说股”广泛用户的三方优势打造的一个开放性的传播平台。纸媒＋网络＋移动互联，最大限度地发挥了“三军”的优势。

《证券市场红周刊》已经有十多年历史，可以说是资本市场上最有影响力的证券类杂志之一。多年来，杂志社优秀的资深记者不断涌现。例如《张望股市》的作者张越，还有张宇、马曼然、田刚等，而本书的作者袁园就是其中最新的一位。雪球最具人气投资者的采访就是由她来完成的。

对于这个系列采访，袁园下了极大的工夫，从前期的资料准备到详尽的采访，再到后期的修改确认，袁园都倾注了极大的心血和精力。嘉宾们肚子里都有“水”，但有的嘉宾能水漫金山，有的则大水无痕，如何能让嘉宾愉快地“吐槽”其实并不是一件很容易的事情，袁园在其中做了大量的工作，有时甚至一次采访就聊五六个小时。

这个系列专访，内容鲜活、视角独特、采访深入，在业界独树一帜，成为《证券市场红周刊》新的品牌栏目，并对投资者有很强的借鉴作用。袁园性格沉静，平常话并不是太多，但是通过这一系列采访我看到了一个优秀记者身上所爆发的能量，一个热爱媒体、热爱证券的记者所蕴含的潜质。

本书定稿合集，选自《证券市场红周刊》系列投资人物专访。好文章是写出来的，同时也是改出来的，这里的每篇文章也都经过了周刊编辑的精心修改，本书绝大部分为原稿呈现，少部分作者、嘉宾进行了新的修改。

随着本书的出版，《投资人物专访》之个人投资者专题暂时告一段落。不过《证券市场红周刊》、雪球、手机腾讯网独家品牌“小刀说股”合作，并得到私募排排网大力支持的明星私募专题已经正式开启！明星私募们的投资经历、所思所想，都将在《投资人物专访》上完美呈现！

另外，《证券市场红周刊》与雪球、新浪股吧合作的新专题《十倍股》已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经推出，欢迎投资者互动讨论。总之，《证券市场红周刊》希望致力于证券媒体资讯这个行业，与合作伙伴们能长期、有效地多做些对投资者的思考有帮助的事情。

时间会向右突破，投资只是生活、生命中的一部分，本书名为“非赚不可”，也是我们衷心的祝愿！祝愿投资者生活、投资都能如意！

《证券市场红周刊》执行主编　林中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

推荐序

序　言

第 1 章

@ DAVID 自由之路： 从价值扭曲的机会中套利 / 1

第 2 章

@ 追寻高 ROE 的林地 / 9

第 3 章

@ 大道至简 - 荣令睿： 在能力圈里淘宝“希望之钻” / 15

第 4 章

@ 伙伴资本看公司： 用腿跑出来的价值投资 / 35

第 5 章

@ 许志宏： 像做生意一样买股票 / 43

第 6 章

@ conan 的投资笔记： 看懂“灰姑娘”成长的真谛 / 53

第 7 章

@ 释老毛： 无为而治　不劳而获 / 61

第 8 章

@ 国老： 我的投资血泪史 / 89

第 9 章

@ 小小辛巴： 追求长胜的容错之道 / 99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章
@富兰克凌：4G 旋风将到，你系好安全带了吗 / 111

第 11 章
@梁剑：i 美股是怎么滚成雪球的 / 121

第 12 章
@付羽的投资笔记：如何把控基本面和市场若即若离的暧昧 / 129

第 13 章
@耐力投资：价值投资，成长还是价值 / 139

第 14 章
@每天发现一个更好：在高利率时代冬播希望的种子 / 151

第 15 章
@西峯：分化中的房企向左还是向右 / 161

第 16 章
@Benjamin 顾斌：中国特色背景下的医药公司怎么选 / 171

第 17 章
@独立财经分析师：一个 10 倍股发现者的投资思路 / 183

第 18 章
@岁寒知松柏：败也财务，成也财务 / 191

第 19 章
@renjunjie19：巴菲特适合中国吗 / 203

第 20 章
@水晶苍蝇拍：一个散户的自我修养 / 213

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

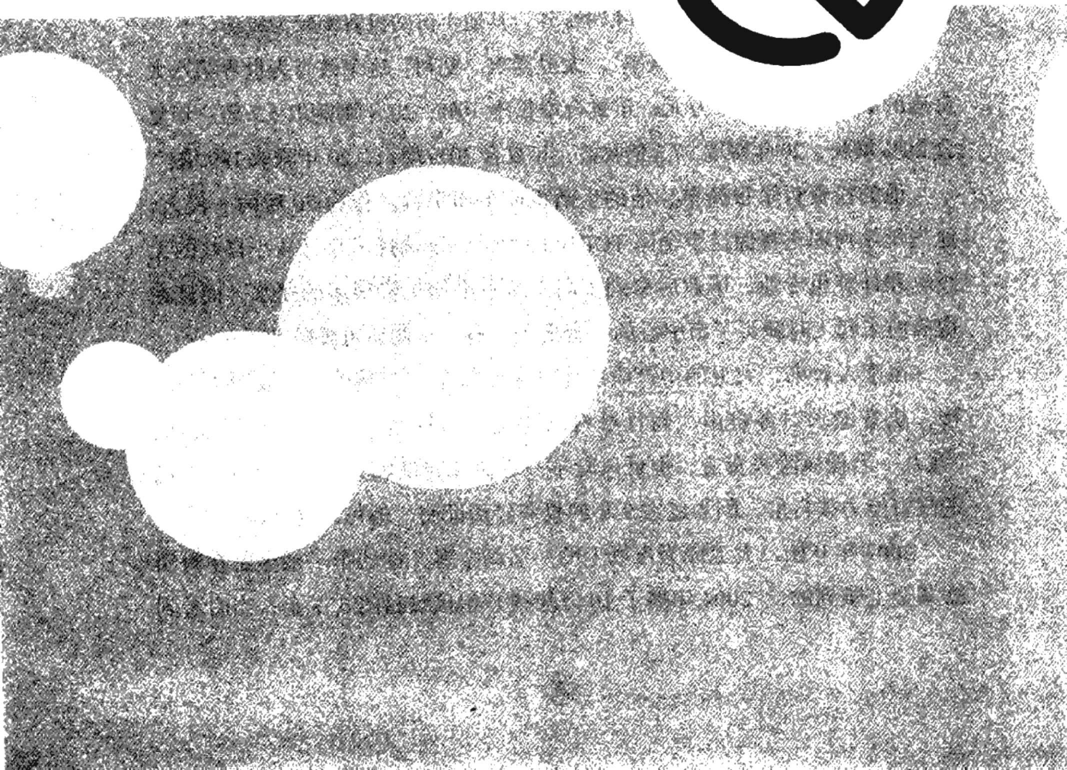
第1章

@DAVID 自由之路

从价值扭曲的机会中套利

——一位理工男的另类投资足迹





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大卫：打败公募的另类投资者

> “职场 11 年，投资收益远远超过了工薪收入。”

资本市场是令人眼花缭乱的，而安全边际却是简单而朴素的，业余选手大卫正是化繁为简之后才走上财富自由之路的。一份成绩单显示了他这 9 年来的业绩：复合年化收益率高达 31.77%！这足以打败国内大多数公募基金。

“职场 11 年，投资收益远远超过了工薪收入。”大卫直言不讳，为了腾出更多精力从事喜欢的投资工作，9 月底他刚刚和公司老板谈妥，今后每个月只为公司提供 20 个小时的技术服务。今年 36 岁的大卫原在通信部门工作，现在是一家民营企业的中层，不过他更喜欢的是做一名“宽客”——通过数学建模，利用计算机自动收集大量交易数据并分析，来寻找价格扭曲的机会。

因为大卫一直很厌恶风险，所以他做的每笔投资需要有足够的安全边际，或者用量化投资策略去对冲风险。所以在过去 9 年中，除了 2008 年、2011 年他的收益率分别为 –4.26%、–14.74% 外，其他年份的投资都较为成功。

“我的投资就是数学 + 概率”，大卫喜欢“复利”这个被誉为世界第八大奇迹的威力，“投资 10 万元，年复合增长率 10%，20 年则赚取 5.7 倍；年复合 20% 增长，20 年赚取 37.3 倍收益，年复合 30% 增长，20 年赚取 189 倍!”

他的投资哲学很简单，他的生活也简单而幸福。作为 70 后的一代人，他当年靠物理竞赛保送至全国 TOP10 的大学，还选择了自己从小喜欢的无线电和计算机专业，毕业后拿到了高于城市平均工资很多的薪水，而且在房价尚未起飞时就买了市中心的一套房子，有一个聪明可爱的儿子……

在常人看来，大卫的中产阶级生活很幸福了，可是他却还要更上一层楼，执意追求财务自由，而且给自己规定的目标就是在 35 岁之后实现。“我是一名低风险投资者，但低风险不一定意味着低收益！”大卫对于自己的投资能力很自信，因为过去 9 年的投资经历证明，他可以这么说。

2004 年开始，大卫成为市场上的一名淘金客，他的第一桶金是在封闭式基金上赚到的，“2004 年攒了 10 万块钱开始接触封闭式基金，当时看到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网上有人每周发帖通告封闭式基金的折价率。我想折价肯定是好东西，不就是1元的东西卖你7毛？”于是，他买入了当时折价最大的基金金鑫。刚开始时，大卫还以为折价越高越好，净捡着折价高的封基买，后来才发现封转开后，基金将恢复到没有折价的状态，便开始从到期时间、分红率、年化折价率等多个角度选择。

虽然投资封闭式基金开头就不顺利，大盘跌，封闭式基金跌得更厉害，折价不断升高，但是他坚信折价越高越有投资价值，大盘跌到1300点以下，他满仓了，持有科汇、科翔、天华、久嘉、丰和等封闭式基金。最终行情来了，2005～2006年他赚了3倍投资收益。

跟私募赵丹阳一样，大卫也觉得3000点后就有泡沫了，于是他在2007年年初开始减仓，3500点左右基本清仓，6000点的时候整体仓位在20%左右，只剩下一点股票。“当时大家觉得2200点就很不容易了，那一段时间的上涨让我很恐高，如果不卖出，后面还有一倍的收益。3000～6000点我主要做的是打新股套利操作，仅大盘5000～6000点阶段打新收益就能达到20%，这是没有任何风险的。”

正是因为及时减仓，大卫在接下来的一轮暴跌70%的熊市里，最多只损失了不到5%，“在大盘指数下跌到2000点左右时，我的仓位又恢复到了50%。”利用熊市里“市场先生”每次打折促销的机会，他在可转债、股票、基金等市场间游走，将财富的雪球越滚越大。时间是会绽放玫瑰的，但关键是，你得找出很长的坡和很湿的雪。在这方面，大卫已经经验老到，炉火纯青了。

在机会确定时敢于重仓

大卫的几笔成功操作，都与“兜底价格”有关。2006年年底他看上了华菱管线（000932，现为“华菱钢铁”），12月最后一周他以4元/股的价格买入。大卫认为该股上不封顶，下有保底，有很高的安全边际。他的主要理由是：

> “兜底价格是我的第一考虑。”

第一，股改10送7份认沽权证，行权价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.77 元，2008 年 3 月到期。如果到期行权，大股东将以 4.77 元回购 70% 的股份，那么上市公司有很大压力做好业绩；第二，华菱管线每股净现金流非常高，折算下来全年为每股 1.93 元，而且折旧太高了，只要重新调整折旧政策，则存在很大的利润释放空间；第三，当年公司所得税为 33%，而来年国家将统一调整为 25%；第四，前十大股东有 8 家 QFII。

买入后 2007 年上半年华菱管线从 4 元一直涨到 14 元，比较可惜的是，大卫在 8 元附近清仓了。“当时就是觉得涨高了，公司公告了一个利好，刺激股价出现了连续上涨，我就是在短期巨大涨幅之后卖出的。”

大卫说，其实做完华菱管线之后，他还是可以再做封闭式基金的，但是当时他的心态出了问题。跟所有人一样，觉得卖出去的东西，再高位接回来心理上不能接受。“市场为什么有价值的扭曲，就是有很多这样的心态存在。”谈及昔日的投资，大卫反思道。2007 年他曾经试水过长安 B。当时封闭式基金折价不足 30%，但是长安 B 折价却超过了 40%，这次他买入了大约 20% 的仓位。在长安 B 赚钱后他换了其他品种操作。而再次遇见长安 B 是在 2008 年年底的时候，比之前最高点下跌了 80%，股价跌破 2 元，市净率低于 0.5，A/B 股折价超过 60%，这次他越跌越买，分批建仓，最终收获了成功。

“在决定投资一个品种之前，首先要看安全边际，尤其是在极端的时候，向下的空间是多少？可能性有多大？需要等多久才能解套？如果无法回答这三个问题，就不应该买入！”之后还有两笔投资让他记忆犹新，一笔是攀钢钢钒（000629），一笔是南山转债（110020）。

2008 年 5 月攀钢集团整体上市方案出台，攀钢钢钒拟通过换股方式吸收合并攀渝钛业及 *ST 长钢。而且攀钢邀请鞍山钢铁集团公司作为第三方，向原股东提供 9.59 元 / 股的现金选择权。当时很多人认为 9.59 元现金选择权是攀钢钢钒的底，但是在熊市中，攀钢钢钒股价曾经下跌到 6 元附近，大卫在下跌中补了不少仓位。终于鞍钢公告举牌攀钢钢钒，公司股价迅速回升到 8 元以上，最终清仓于这个价位。“我承认这里面有赌的成分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌的就是国企的信用，9.59 元以上的涨幅是无法预测的，我拿到的就是‘信用’这部分收益。”

南山转债也是大卫成功的投资，在南山转债下跌到 95 元附近时，大卫加仓 10 万元。2008 年 10 月底，南山转债破位下跌到 82 元，经过分析，他加仓到 100 万元。大卫当时是这么分析的：

纯债年化收益＝〔利息＋（到期赎回价－目前价格）/目前价格〕/（到期时间－当前时间）

＝〔9.4%+（105−82）/82〕/4.58=8.2%

回售年化收益＝〔利息＋（回售价－目前价格）/目前价格〕/（回售时间－当前时间）

＝〔6.7%+（103−82）/82〕/3.5=9.2%

经过不断加仓后，以大卫手中持有南山转债的成本计算，他的纯债收益率在 7.42%，而从南山铝业 2008 年三季报来看，其资产负债率为 60%，其中负债中货币现金占比 41.67%，这一切提供了足够的安全空间。“南山转债破产的概率和暴利的概率基本相等，相互抵消，考虑 95 元时回售收益也有 4%，算是保底。最后在 95 元清仓，盈利 10 万多，再一次卖早了，随着 2009 年股市上涨，南山转债最终涨到 180 元，我只吃到了市场错误估计的信用风险这部分利润。”大卫说。

另外，他还在 2011 年太行水泥吸收合并金隅股份，以及广汽长丰的吸收合并上做了一次无风险套利。后来股指期货推出后，理工科背景的大卫还经常选择与沪深 300 重合度较高的封闭式基金作为现货标的进行期现套利。“选择封闭式基金，主要想吃到两部分的折价，一个是期现的，一个是封闭式基金的。”

“一次致命的失误，可能会将多年的积累瞬间化为灰烬。”只有在有较高确定性机会的前提下，大卫才敢上大仓位。“这是低风险高收益的关键！大部分时候，盈利的关键不仅在于你买了什么，还在于你买了多少！在确定保底的时候，才能上杠杆。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对话大卫

利用套利获得超额收益

《红周刊》㊀：在做低风险投资的时候，会考虑大盘的因素吗？

大卫：大盘的高低点是会考虑的，上轮行情中3000点以上没有加过仓，指数回到2000点时仓位回到50%。我对选时策略不擅长，更多的时候考虑大盘是为了对安全边际进行合理分析，尽量做到价值高估区域仓位较轻，价值低估区域仓位较重，这样才能在市场平均收益的基础上，再获得额外的超额收益。

《红周刊》：按照您的数据统计，目前大盘整体处于什么位置？

大卫：以5年作为一个牛熊转换的周期，从1995年至今分为四个阶段，通过分析可以得出结论，当股市的年化涨幅超过企业当年ROE平均涨幅时，股市处于牛市阶段，股票整体估值从低走向高，市盈率不断升高，例如1995～1999年、2005～2009年。当股市的年化涨幅低于企业ROE平均涨幅时，股市处于熊市阶段，股票整体估值从高估恢复低估，例如2000～2004年、2010～2013年。我认为A股市场整体来看处于底部区域，投资者获得超越市场平均ROE的投资回报率较为容易。

《红周刊》：您在操作中，不少品种都卖早了，您的卖出策略是怎样的？

大卫：的确，我前六七年的投资在卖出上控制得不好。单独讲卖出策略意义不大，说到底还是仓位管理。赚了100倍，但只买了100股，一点意义也没有。真正赚钱是在大仓位下的盈利，所以多少收益率下放多少仓位是一个难点。更应该反思的是在某个阶段做某件事情，这是理想的状态。现在，我在反思南山转债那笔操作，失败的本质原因不是卖早的问题，还是仓位管理！卖出之后，我当时权益类的仓位下降了，要补上相同进攻性的资产，也没有问题。

㊀ 为简便起见，本书对话中均用《红周刊》代替《证券市场红周刊》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：印象最深刻的失败投资是哪次？

大卫：我不太会选股。按照一般思路选股，大部分是失败的案例，所以现在基本不做股票了。印象最深刻的一次失败是中国平安（601318）。当时很多人看好平安，我注意到H股贵，A股便宜，就买了，但事后发现这种跨市场的折价有时候是长期存在的，不能只依靠折价来选择。2011年以亏损30%卖出了中国平安。最大的教训是，明白了选股不是自己擅长的事情，之后的股票就是纯配置的作用了。

《红周刊》：目前关注的套利品种都有哪些？

大卫：我现在关注的品种包括期现套利，分级基金A/B之间有折价，可以赎回套利，如有溢价可以分拆套利；分级基金A收益率很高的话，可以单买做固定收益；还有封转开，包括股票封闭式基金转开放式，债券封闭式基金转开放式；ETF赎回套利等，还有这种保底股票的套利，比如有现金选择权或者认沽权证、可转债等类型。

《红周刊》：您博客中提到的年化30%收益率的模型是怎样构建的？

大卫：大致是这样的，这30%分为三个部分，一是经济增长的10%，每个人都可以拿到。根据中国股市的历史数据分析，我发现股票长期上涨趋势与企业ROE保持一致，只要中国企业的ROE能稳定在10%，则中国股市长期上涨斜率也会保持在10%左右。二是通过估值和仓位两方面的操作拿到10%，就是低估的时候大仓位，高估的时候小仓位，或者低估的时候权益仓位，高估的时候固定收益仓位，以这样的仓位变化再做到10%。三是通过套利获得10%。当然，这是长期看年均30%的收益率，第一个10%不一定是每年的，比如今年-10%，但是明年30%，第二个10%是在大波段时才能体现出来的。平时需要做的功课就是套利这方面，不断寻找价值扭曲的机会。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013年10月19日第58期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

@ 追寻高 ROE 的林地

“对我们来说，丑陋的股票往往是漂亮的。”

——美国价值投资大师约翰·聂夫



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老A，誓做中国的“约翰·聂夫”

如果有两个机会：一个是赚10赔3，一个是稳定赚1，你会选择哪个？这事搁3年前，老A肯定毫不犹豫地选择前者，赚10倍！这多诱人啊！可是现在他却选择了后者。虽然今年以来面对创业板的狂躁，一些人口吐狂言“谈基本面你就输在了起跑线上”，但是试验过各种交易方法的老A还就认准了基本面投资。

老A浸淫A股15年，是个地地道道的“股精”。这15年间，2006～2010年可是他大展拳脚的收获季节，期间他广阅天下炒股秘籍，苦练各种“吸星大法”，以为终于找到了做投资的终南捷径，可是事后方才惊醒，所有收益来自牛市阶段，并不是自己水平多高，交易策略多有效，顶多不过是一只“池塘里的鸭子”而已。等暴雨过后，一切恢复原貌，而鸭子从来都不能控制池塘水位。

老A看透了这点，他不要做鸭子，他想做天鹅。“大概率的12%远比中概率的22%更值钱。”老A如今顿悟了，以前他根本不屑于这么低的收益率。老A的股市生涯开始于一段只要买进就能赚钱的岁月，跟所有新手一样，他也醉心于技术分析，花费了大量的时间和精力去研读无数技术分析书籍，频繁换品种操作，甚至为了实现极速获利，他还曾经频繁操作权证。这样在2007年的大牛市，着实疯狂了一把。

熊市令他开始反思，直到有一天老A彻底放弃了原来的交易系统，他说：“人生不应该仅仅只有K线，我现在已经不再追求高收益，只要从长期看，复合增长率达到10%～12%就可以了，也不再追求短期的绝对收益和精确，腾出大量的时间，回归应有的生活，那才是真正的自由。”现在他的自选股只有十几只，多数是那些别人瞧不上眼的低市盈率、高股息率的蓝筹股，而他投资的目的也从暴富变成了资产保值、增值、跑赢同期CPI。

老A颇有美国大牌基金经理温莎基金约翰·聂夫的操刀风格，即看重市盈率和股息回报率，对公司增长率则要求不高。当年约翰·聂夫凭借花旗银行一战而闻名天下，其背后凭借的正是对花旗正确的判断以及坚韧的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毅力。老A现在就是这样，看重公司未来可持续的自由现金流，关心上市公司的股息回报率和估值水平。

“股市不是击鼓传花的游戏，投资的对象应该是资产，这是一种会带来现金流的东西。”老A从技术分析派完全转向了价值挖掘。这种转变，一个人担任了催化剂因素，这位私募基金的合伙人原本是博时基金社保基金经理。在这位基金经理看来，林地具有无须管理而自然增值的特性，是一种“硬资产”，如果企业可以持续地创造自由现金流，考虑到复利的神奇力量，对企业股权的长期投资往往比林地更有价值，也是“硬资产”！

这种“硬资产”的概念已经深入老A的骨髓，很自然地，他目前持有的组合很“老年”，基本配置是“债性股+银行”，债性股比如国投电力、大秦铁路，长期看没有太多成长性，因此往往忽略短期的确定性增长，以未来（两三年后）的每股收益和每股分红看，估值很低。而银行股既有债性的一面，有稳定的股息率，又有弹性的一面。老A把自己的组合戏称为“养老组合”，这个配置无关乎指数的涨跌而是跟老A所处的人生阶段和人生目标有关，“不见得适合所有的人”。

> 低市盈率投资者可以一边等待公司业绩的增长，一边把占了复合增长率相当比重的分红放进口袋。
>
> ——美国价值投资大师约翰·聂夫

对话老A

追求低PE下的高分红，简单即是优美

《红周刊》：如果以投资理念来划分您的投资生涯，您会怎么分？

老A：2000年之前我只投资了几万块钱，还是学习尝试期。2000 ~ 2005年期间，我读了很多这方面的书，也不断加大了投资额。2006 ~ 2010年算是收获期吧，我不仅赚了钱，而且经历了牛熊市，体验了各种操作方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和交易系统的利弊，积累了一些经验。2011 ~ 2013 年进入了投资期，我放弃先前的交易系统，开始慢慢买“硬资产”，把身心从盘面波动中解放出来，追求长期的、超越 GDP 增速的市值增长。

《红周刊》：现在有什么结果了吗？

老 A：买“硬资产”以来的收益率低于之前，但每年有现金流，而且能够熬过更长的熊市，并在下一波牛市中补足我预期中的 12% ~ 15% 的复合增长率。

《红周刊》：请谈谈您的投资逻辑

老 A：以合适的价格寻找“硬资产”的机会。也就是，选择平平常常的品种，靠常识来判断，等待价格低估时买入，等待价格高估时卖出，平时靠分红提供现金流，让时间来创造价值。这种买入逻辑的最大好处是你的生活再也不会受到 K 线红绿的干扰。

《红周刊》：请解释一下“合适的价格”“硬资产”“现金流”这几个关键词

老 A：“硬资产”是指在未来可以稳定地带来现金流的弱周期品种，比如水电站，一眼就能大概率确定 10 年甚至 20 年的应用场景和现金流，这类资产如果股息率高于银行利率，也就是说上市公司的 ROE 超过 15%，那就是美好的硬资产；现金流是可持续的现金回报，主要是每年分红派息；合适的价格是要求现在或者可预见的未来公司股息率不低于 5%，最好是不断增加，这是对成长性的要求。

《红周刊》：听起来很美好，但何为高估，何为低估呢？分歧很大

老 A：比如大秦铁路和长江电力，都属于印钞机一样的东西。每年铁路不会闲着，而且运费比公路、航空便宜，长江水也不会断流，所以它们能不断地赚钱，而且还会提价，确保跑赢通胀。大秦铁路 2012 年每股分红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.39 元（税前），未来每年 EPS 大概率会在 0.8 元以上（不考虑铁路改革带来的货运价格上涨），目前股价在 7 元附近，相当于每年盈利超过 10%，股息率大约 5.5%；长江电力 2012 年每股分红 0.33 元（税前），未来每股收益大概率会在 0.6 元以上，目前股价约 6.5 元，每年的盈利也大约是 10%，股息率接近 5%；这两家公司的分红率基本上达到了国债收益率，这意味着不管是否出现经济萧条，我的收益基本上有保障。当收益率低于 7%，或者市盈率大于 16 倍时，对于稳定但是没有增长预期的股票我会考虑卖出，另外有资产注入预期时也要重新进行判断。

很多人看空中国上市银行，认为息差变窄，不良贷款增加……总之非常复杂，但我用“奥卡姆剃刀”删繁就简后，认为中国 GDP 要增长就需要不断“印”钞票，短期内这种模式难以改变，这种增长体现为广义货币 M2 每年不断增长。“印”出来的钞票要通过银行集散，银行可以吃利差，可以做很多中间业务，所以我依然认为银行会长期增长，哪怕是缓慢的增长，只要股息率高于 5%，有成长性，五六倍市盈率的股票对于我来说就是便宜的了。

《红周刊》：“奥卡姆剃刀”是什么？

老 A：“奥卡姆剃刀”是一种思维逻辑，删除枝枝蔓蔓，留下本质的东西。推崇“奥卡姆剃刀”意味着我内心有一种信念，简单即优美，看起来愚笨的方式方法很可能是最有效的。以投资举例，比如我现在评估国投电力股价在 2016 年以前将会达到 7 ~ 10 元，主要是基于雅砻江水电目前已投运的装机容量 690 万千瓦，在建规模 780 万千瓦。而 2013 ~ 2015 年是雅砻江水电投产高峰期，预计到 2015 年雅砻江水电装机容量达到 1 470 万千瓦，较目前容量增长 113%。另外，公司还有其他火电机组。基于以上分析，我预测 2013 ~ 2015 年国投电力每股收益预计能达到 0.45 元、0.6 元和 0.8 元。如果这一切预测靠谱，对估值的判断也靠谱，那么对于这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 ~ 10 元以什么路径达到，会表现出何种 K 线模式，我就不必去关心了。

《红周刊》：讲一个高估后您卖出的案例吧。

老 A：比较典型的是岁宝热电（600864，即现哈投股份）。2007 年 1 月末，当时它的股价不到 15 元，我考虑它作为民生银行法人股股东，初始投资成本较低，民生银行不到半年股价已经翻了好几倍，以市场价格计算，岁宝热电的每股净资产已超过股价（属于母公司的股东权益 + 民生银行当时的股价 × 持股数量 – 持股成本）/ 股本 =（421 552 021+11.5 × 215 392 900–49 354 318.85）/136 594 549=20.9），但是我认为 18 元左右已经可以算合理，所以在 18 元附近卖出大部分，留下 30% 享受市场疯狂，没想到的是仅仅 3 个月，股价就冲到了 75 元！

《红周刊》：难道您对成长股一点都没有动心过吗？

老 A：高增长只是企业生命周期的一个阶段，这与人的生命周期是一样的，人只有在青少年时期身体、心智成长速度最快。之前我做过一个测算，假设无论多么牛的公司，7 年之后增长率都会匀速下滑变成增长率仅有 15% 的普通优秀公司（在两市历史中，7 年增长率一直保持在 15% 以上的公司也不算多），测算结论表明高增长大概率最后会陷入“戴维斯双杀”。所以，我对成长股的看法是，昨天和今天的高增长不代表明天仍然能够持续，即使理想的状态，仅仅也是平稳回归，也不会有超额收益。而 15% 的年增长目前看上去虽不起眼，但如能持续下来，长期来看，比如 5 ~ 10 年，那它就是极优秀的公司，所以我用这些股票作为长期均衡的基准。今年法玛因为有效市场理论获得了诺贝尔经济学奖，而希勒因为抨击“非理性繁荣”也获得了诺贝尔经济学奖，所以我的观点是有经济学大师背书的。哈哈，开个玩笑。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013 年 10 月 26 日第 60 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

@大道至简-荣令睿

在能力圈里淘宝“希望之钻”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个没有行情软件的投资者

上次接受《红周刊》访谈时，独立投资人荣令睿前一天去了比亚迪“秦战列国”直线加速擂台赛现场，亲自观看比赛并感受插电式混合动力汽车“秦”的驾驶体验。真是巧合，这次因出书联系他完善稿件，他刚从北京车展回来，去调研各厂家的新能源汽车技术并参加比亚迪“唐”的发布会。作为一位比亚迪公司的分析者以及投资者，尽管2012年比亚迪e6深圳被撞起火引发市场对电动车安全性的质疑，荣令睿也未减少对比亚迪的看好，并在2011～2013年持续对比亚迪进行买入，基本上从未卖出。

“比亚迪是有争议，并且2011年、2012年股价曾经比较低迷。但作为投资者，要研究股价低迷的原因到底是什么，市场有时仅仅能看到企业短期发生的问题以及企业利润下滑的表象，却看不到企业持续不断的战略投入和产品竞争能力的提升。有些股票价格的下跌对一些人来说是风险，对另一些人来说反而是机会。”在股价低迷时期，荣令睿能坚守并持续买入比亚迪并非因为巴菲特持股，他有自己的一套分析逻辑，并曾在2013年雪球投资策略会上做了专题发言“比亚迪的梦想和现实”，跟球友一起分享。

可能与理工科背景有关，曾在通信行业做高级工程师的荣令睿，投资中理性思维较浓，从其持续给一些媒体写的文章中可见一斑。他不逛股吧，但是会经常浏览股票池里相关公司的产品论坛、参加公司产品宣传活动；他不但看巴菲特等人的价值投资书籍，而且看心理学、物理、进化论、基因等科普类书籍；他不听研究员的业绩预测，但是会跑进超市去和销售人员聊天……甚至到现在，他的电脑、手机里都没有安装行情软件！

这些年荣令睿年化投资收益平均在30%以上，并且还没有在哪个年份出现浮亏，不过他经常说：“这有运气的成分，肯定会有亏损的时候，也许是明年，也许是后年。”

在不断学习和实践中快速进阶

荣令睿在2007年上半年正式开始投资，大盘从3000点涨到6000点他还稍有亏损。“我刚开始也看K线，但觉得不靠谱，不到半年时间就转向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了基本面投资。”此后研究的第一只股票是黄山旅游：“当时我计算了黄山旅游的门票、索道的运营情况，觉得5年之内公司的收益比较稳定并有增长，预计收益率会高于一般债券，并且具有较大确定性。”于是重仓买入黄山B股（900942）。按照这个思路，荣令睿把能力圈慢慢地拓展到了身边的消费品，收集资料并不断逛超市、商场等，逐步开始关注贵州茅台、张裕、老凤祥、云南白药、东阿阿胶、谭木匠、双汇发展等公司。

当初，荣令睿像很多刚接受基本面投资理念的投资者一样，过于看重公司财务指标和资产情况等，经常做巴菲特所说的捡“雪茄烟蒂”的事情，他曾经买过金利来、粤电力B等一堆估值看似非常便宜，但没有多少成长空间的公司。但我们看到，他并没有在这个阶段停留太久，这从当时写的“两头受气的公司没有多大投资价值”的文章可见一斑。“买什么，花多少钱买，这才是投资的核心。其他都是策略层面的问题。”荣令睿认为，投资中应把90%以上的精力放在研究公司和估值上。

他不在“价值投资”还是“成长投资”这样的问题上纠缠不休，而是选择适合自己的方式。“买入看似低估而自己不太认可的公司，等待它估值回升后卖出，是较难操作的。换句话说，我更喜欢在买入决策时能不用考虑卖出目标价，只需不断跟踪，等公司基本面变差或者过度高估时再考虑卖出的事情。这样我更愿意寻找有竞争优势的成长型公司，以合适的价格买入并长期持有，这种方法不错，也符合我的性格。”

对话荣令睿

大道至简，投资不简单也不容易

《红周刊》：您B股、港股、美股都买，不同市场如何配置？

荣令睿：其实我没有刻意去配置，多市场配置是因为想买的公司不在A股上市，或者两地上市的公司其他市场价格比A股便宜。在资金投入规模方面也没有意去平衡，并没有所谓的不同市场资金配置一说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年开通 B 股账户是因为黄山 B 股（900942）、张裕 B（200869）等公司比 A 股便宜，2009 年开通 H 股投入比例较少，买入金利来（00533. HK），后来认错后买入谭木匠（00837. HK），后来再认错买入比亚迪股份（01211. HK）。2012 年开通美股，就是为了买入奇虎 360（NYSE:QIHU），后来增加欢聚时代（NASDAQ:YY）、深圳迈瑞（NYSE:MR）等。

《红周刊》：还说比亚迪，2012 年各种“门”导致公司股价大幅下跌，当时公司利润只有上千万，市盈率特别高，在当时情况下对于比亚迪是否放宽了买入要求？

荣令睿： 衡量一家公司是否优秀、估值是否便宜不是市盈率（PE）、市净率（PB）高低那么容易，那样就过于简单了。不能因为买入的市盈率高就认为是放宽标准，买入的市盈率低就认为是符合标准。如果有公司在某些年利润很少或者暂时亏损，市盈率会变得奇高或者无法计算，但公司的价值可能没有多大变化。另外，处于成长中后期的公司或者盈利高峰的周期性公司，低市盈率反而可能是最大的价值陷阱。我认同徐星投资张东伟所说，市盈率指标在公司发展阶段处于中后期才更有意义。对于公司估值，市盈率指标仅供参考，我们不能高估它的作用，成长性好的公司给予 30 倍市盈率和一般成长性公司 15 倍市盈率都可能在合理区间。

区别于具有垄断特性、业绩总体上长期保持稳定增长的公司，比亚迪更像面临巨大市场空间的冲浪型公司。这样的公司都面临现有市场强大的竞争对手，如果该类公司在成本、业务模式、技术整合等方面具有根本性优势，一旦冲浪成功，将可能成为巨大规模的公司。大家可以了解一下什么是破坏性创新、创新者的窘境等，有助于理解比亚迪。我当时的判断是，比亚迪具有电池制造技术、跨行业垂直整合及集成创新、低成本、“技术为王、创新为本”的企业精神、大规模战略投入积累等优势（见图 3-1）。今天看来这些判断仍然成立，在汽车电动化、汽车电子化的发展趋势下，这种注重低成本、技术突破，并且横跨电子电池行业、没有历史包袱的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更有可能走到行业变革的前面。

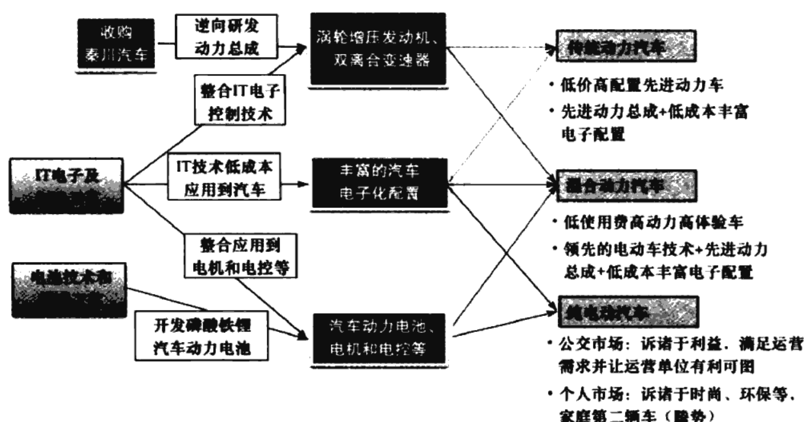


图 3-1　比亚迪汽车产业整合趋势

所以，总体上来讲，我不认为当时自己放宽了买入标准。但逆向投资买入面临困境的公司，还得问自己如下几个问题（见图 3-2），在衡量失败概率小、价格方面有一定补偿的情况下，才大仓位投资比亚迪。



图 3-2　逆向投资比亚迪的分析角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：谈谈您的投资体系吧

荣令睿：其实我还没有认真总结过自己的投资体系，只是在不断地优化。主要有三个原因：一是觉得自己仍是一个学习者，不一定能总结好。二是觉得格雷厄姆、巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼等人已经把投资理念和体系讲得足够好了。三是我看了一些人总结的投资体系后，反而不想那么早地固定自己，简单的罗列容易教条化。

以前我曾表述过的文字更像是投资的基本态度和理念，也不是投资体系。比如，第一，本着买股权的心态买股票，买的是股权，不是赌博的筹码；第二关乎行业、能力圈，我只买我能理解并认为是优秀的公司；第三是安全边际，找到好的公司后，要以合理的价格买入，不要被所谓的伟大冲昏头脑。其他的诸如怎么止损、怎么加仓、如何考虑市场情绪等都是策略上的事情。

这里我更愿意谈一下为什么我们不要固化思想。对于芸芸众生，如果长期甚至余生都想存活在这个"一盈九亏"的市场里，我们的投资理念和体系可能需要不断优化和完善。除非你认为自己已经找到最好的方法，再也不需要学习和优化了。优化投资理念和体系，有时候取决于你能否"干掉自己的宠儿"，这并不是每个人都可以做到的，跟每个人的意识形态、基因性格、以往成长经历等有很大的关系。

很多基本面投资者是从技术分析转化过来的，并且在"K线和交易量"的世界里耕耘了很多年，能"干掉自己的宠儿"真是不容易，当然这也可能是头破血流后不破不立的结果。与技术分析分手后，我们可能会转向财务分析，比如用PE和PB估值、分析资产和现金流等，可能一时豁然开朗，仿佛自己就是格雷厄姆、塞斯·卡拉曼。当然很多人会将所谓的技术分析和价值投资相结合，止步于此。但如果认为基本面投资就是用PE、PB等来估值，又过于简单了。积极思考的投资者可能发现，对自己不了解的公司进行财务指标分析和估值，以此进行决策具有非常大的风险。

后来，我们可能会学习巴菲特，并意识到自己要有自己的"能力圈"，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始选择少数行业或企业，并重点选择有明显“护城河”的公司。可我们如果没有深入的思考和丰富的阅历，对“护城河”的理解又可能过于死板和教条。认为“护城河”就是行政垄断、准入管制、地域垄断、强大品牌等，这类投资者手里长期持有大把的、确实有“护城河”的发电输电、旅游景点、煤炭水泥、公路铁路、通信运营，甚至银行券商等公司股票，但可能不会有好的回报。

类似黑猩猩继续向人类进化一样，我们开始理解有“护城河”的公司，并不等于“傻子都能经营好的公司”，公司竞争优势是动态的，并不是一成不变的。学习巴菲特，如果不理解其文字背后的态度，仅仅按名言名句似的心灵鸡汤来解读，只会误人误己。正如徐星投资张东伟所说，我们要长期进行投资实践，就不能停留在寻找“傻子都能经营好的公司”层面，因为这样的公司越来越少，高回报的投资机会也越来越稀有。“划怎样的船比如何划更重要”，并没有说“如何划”不重要。对于企业的发展，公司领导人的眼光及团队、公司战略方向和投入等要素也起到重要作用，并且“护城河”往往是综合优势的体现，并不仅仅是单一优势的结果，长期、多方面的优势积累，往往产生“涌现”的结果，这种优势同样可以是“护城河”，只要企业不发生重大问题并持续努力发展，也同样会达到竞争对手难以企及的高度。比如天士力的“护城河”是什么？可能更多是公司长远的战略思维、长期打造的各种优势的积累、在中药现代化方向上的坚持、持续不断的投入等，很多传统中药公司只能望其项背。比如比亚迪的“护城河”是什么？表面上看好像是低成本和技术创新能力，但背后是公司长远的战略方向和持续不断的研发投入等。比如从模具开发、关键零部件自研自产到整车制造，形成纵向产业链整合，从而达到低成本优势；比如发挥自身电子、电池和整车制造的综合能力进行跨行业整合，进一步引领汽车电子化、汽车电动化的趋势。没有这两个方向的整合，比亚迪就不会那么快在TID、DM2、汽车电子等方面快速突破，并低成本制造出来。很多互联网公司的“护城河”是什么？比如腾讯、阿里巴巴、小米、奇虎360、欢聚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时代等，如果我们太早地固化自己的投资体系，可能永远不会去关注、去理解。作为投资者，我们要不停地思考，思考得越深，看得越远。

我们还需要优化自己的投资体系吗？需要。“护城河”并不能让你在任何时候都获得好的收益，并且行业和企业是有发展阶段的，所以才有“十年前一个宝钢等于十个招行，十年后一个招行等于十个宝钢”的说法。企业发展基本都有导入期、成长期、成熟期、衰退期等几个阶段，当然阶段界限并不一定清晰明确，各阶段持续时间也长短不均。在企业成熟后期甚至在衰退期，就算以较低的 PE、PB 买入，也往往难以有较好的回报，甚至会亏损累累。另外，企业发展周期往往跟社会经济发展阶段、社会消费趋势等有紧密的关系。巴菲特说“不关注宏观经济”，仅仅说的是不关注经济指标和所谓的专家预测等，可没说不关注社会和经济的发展形势和动向。企业的价值更取决于未来的盈利能力以及盈利的确定性，跟目前挣多少钱没有根本的关系。我们这个时代在不断演变，以前的行业认知经验和取得良好业绩的经验，并不一定在以后还能取得好的效果。在研究行业变迁、企业基本面发生变化时，我们需要适应时代的变化。比如，互联网特别是移动互联网时代的到来，现代物流行业也取得高速发展，若不能深入理解这些变化对部分商品中间批发商、零售渠道的影响，就难以判断苏宁电器曾在几年前发生的基本面变化，以为仅仅影响其销售额，却不能认识到导致其盈利能力下降的行业本质。再比如，如果我国长期重基础建设、粗放、低端、重污染的时代即将结束，投资者长期持有水泥、钢铁、冶炼、重工、煤炭、地产等，在所谓“低估”的行业里苦苦煎熬也可能没有好的结果。

说到这里，对于投资体系，我的理解不应是简单的几条原则，比如买哪个行业、毛利和 ROE 高于多少、PE 低于多少的公司等，更应是投资相关的多个能力角度的综合体现。在每个能力角度，都应有一系列的观念、认知、技能等作为基石来支撑，并需要不断调整、优化和完善。最近读了李杰（雪球 ID：@蓝水晶苍蝇拍）的文章，他说投资中存在三个本质挑战：第一要认识自己，第二要看清企业，第三要弄懂市场。我认为非常到位，并认同投资体系中至少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该包括这三项：认识自己——了解人类理性的有限性、认清我们自身的局限性，弱化过于自信、确认偏误等一系列的误判心理；看清企业——用90%以上的时间来分析行业、研究企业，衡量价值和价格的关系，而不是不停地投机博弈等；弄懂市场——认识市场的本质，价值对价格的决定作用，市场存在一定程度上不可克服的随机性，理解生存者偏差现象等。

《红周刊》：您认为行业选择和能力圈应该怎么理解?

荣令睿：我们一般说能力圈是指选择投资行业的范围、所属的企业能否弄懂等，这可作为狭义的理解；其实投资者的能力圈还应该包括投资方向、方法的选择，比如在期货、黄金、债券、股票、权证等投资或者投机方向中，哪些在你的能力范围内？比如在K线技术分析、基本面分析、跟庄坐庄等投资或投机方法上，哪些在你的能力范围内？这两个问题值得我们认真考虑，因为绝大多数的风险来自于做事需要的能力超过了自己所拥有的能力，而自己却浑然不知、过于自信或者欲罢不能。对一些人来说，其他的方式方法也许更好，只是截止到目前，我所选择的股票投资方向、基本面分析方法更适合我而已。

回到行业选择和能力范围问题。我们如果仅仅关注一个行业就不太好，因为没有任何一个行业能持续发展超过所有其他行业，并且单一行业可能持续估值过高没有多少买入机会；但关注的行业过多，又很容易超出自己的能力，并且由于投入精力过于分散而导致判断的准确性明显下降。所以能力范围也是平衡的结果，并且范围也不是一成不变的，随着我们不断学习和知识的积累，关注范围可以适当扩大或者调整。查理·芒格说投资者要有三个框："不理解不投资的""理解不投资的""理解并投资的"，第一个框最大，第三个框最小。通过排除法，就可以筛除90%以上的公司了。

《红周刊》：您目前主要关注哪些行业?

荣令睿：目前，我主要关注并看好以下几个行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是代表消费升级的品牌消费品、中药现代化企业等。社会发展的过程总要伴随着消费的增长和演化升级，这是主基调，并且品牌消费品企业的发展趋势、业绩变化等都容易把握些。医药需求空缺、人口老龄化和我国制造工艺的升级等因素，为我国中药现代化企业打开了巨大的发展空间。

二是代表我国竞争实力的中高端制造业，特别是新能源、高铁、医疗设备等。中国的未来发展很大程度上仍需依赖制造业特别是中高端制造业，中国低端制造的成本优势逐渐消失，并容易向印度、东南亚、非洲等地区转移；但中高端制造业国际转移速度要远低于低端制造业，因为促进转移的因素不仅仅是低成本，还往往需要伴随巨大本地市场需求的爆发、技术发展或瓶颈突破、政策放开或支持等，家用电器、电信设备、工程机械、发电输电设备等行业向中国转移都伴随这一过程，现在和未来还会有高铁、汽车、医疗设备、机床、工业机器人等。相对于发达国家，中国在很大程度上仍同时拥有低制造成本和低研发成本：不但有大规模的低成本工人，还有大规模的低成本研发人员及技术工程师，其成本往往只有发达国家的几分之一，成本优势明显。

三是代表信息生产和消费的 TMT 产品或服务等。我 2012 年才开了美股账户投资互联网类的公司，以前认为这类公司难以判断，不关注不投资。现在虽然关注并投入，但还是比较谨慎，所以选择投资的标准也比较苛刻，几个条件要同时具备。我错过很多机会，只买入了 20 美元的奇虎 360（NYSE：QIHU）、26 美元的欢聚时代（NASDAQ：YY），这两家公司当时几乎都是年收入增长率近 100%，除去期权成本等因素也就二三十倍的市盈率。

我选择互联网类公司的四个条件是：

- 条件一：选择主业在中国并且产品或服务是面向个人用户的，这样我更容易去了解。
- 条件二：选择有上亿用户基础的平台类型公司，因为平台类公司体量大且相对稳定、容易形成寡头垄断等，比如我宁愿选择游戏分销平台也不选择游戏开发类公司。
- 条件三：选择增值业务或者广告收入模式的公司，不选择电商类公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，尽管基于互联网的电商冲击了传统商业渠道，但其自己也不是好业态，至少目前不是。

- 条件四：公司必须是现在就挣钱，而不是未来可能挣钱，就算不考虑预期，基于当时的财务估值也不能太离谱。

其他行业若有明显的投资机会也会关注，但不会是主流。投资是一道选择题，而不是是非判断题。在大量的公司中选择少数能把握的、确定性高的就够了。

《红周刊》：您这几年收益最大的是哪些股票？当时卖出的依据是什么？

荣令睿：增长倍数最多的是老凤祥B（900905），从2008年年底持有到2011年，大概赚了近7倍，但自己当时资金规模较小，并没有赚多少钱。老凤祥在2008年年底的时候名字还是中国铅笔，当时其持有老凤祥约50%的股份，并将进一步增持到大概70%，而老凤祥是一家存在了400多年的黄金饰品企业，并且是中国第一品牌。我调查了北京、西安等地一些柜台，人气也不错。在泥沙俱下的2008年及2009年年初，中国铅笔的市值下跌到十几亿元人民币，我当时估算老凤祥在上海的几个银楼，价值都可能不止这个数，并且从财务的角度看也不存在明显的风险。

2011年随着黄金价格的暴涨，老凤祥B（900905）在10送3基础上又上涨了30%。老凤祥股价的上涨，很大部分来自黄金价格的暴涨提振了业绩，投资者预期由原来的悲观变得极其乐观。我自己没有任何能力判断黄金价格的未来，面对1 900美元每盎司的黄金价格，以及各种媒体关于普通百姓疯狂储金的报道，我对黄金价格下跌的担心也日渐放大。后来选择了对老凤祥B（900905）全部卖出，没有想到还卖在2011年的高点上，运气比较好。

由于后来资金基数的扩大，目前盈利规模最大的是比亚迪股份（01211.HK）和比亚迪（002594）、奇虎360（NYSE:QIHU）等。比亚迪基本没有卖出，奇虎360（NYSE:QIHU）在105美元卖出一半以上，欢聚时代（NASDAQ:YY）还没有卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：再举一个基于公司基本面发生变化而卖出的案例吧

荣令睿：2008 年及 2009 年年初我买入张裕 B（200869），成本 28 港元左右；2011 年 81 港元卖出一半，2012 年 84 港元（2012 年 6 月除权前）全部卖出。

当时买入的时候，进口葡萄酒的影响有限，行业里没有几个竞争者，而张裕的管理层、品牌、产品的毛利率等各项指标都不错。但是随着国内放开了葡萄酒销售，国外红酒产品开始大量涌入，整个市场的竞争格局就发生了明显的变化。前些年，中国葡萄酒主要是国产葡萄酒的天下，国产葡萄酒占比在 90% 以上，随着进口葡萄酒规模不断攀升，占比不断下滑。进口酒的增长速度是国产葡萄酒生产规模的 2 倍左右。2012 年葡萄酒进口 39.45 万千升，是国内葡萄酒产量的 28.6%，进口额是 15.8 亿美元，是国内葡萄酒产值的 35% 左右，超过了 1/3。张裕的主要竞争对手从国内的长城、王朝转移到进口葡萄酒，竞争日趋激烈。这很大程度上影响了张裕葡萄酒的销售以及定价体系。况且，我国葡萄酒进口市场还没有到平稳期，随着葡萄酒巨头们对中国市场的重视以及国内实力强大分销商的推动，短期内对国内葡萄酒厂家的冲击可能更加严重。

2012 年，有两个关于张裕的信息引起了我的警惕。第一个信息是 2012 年长城、张裕开始大力做葡萄酒进口渠道商。张裕、长城本身以葡萄酒生产为主，为什么还要做葡萄酒进口渠道商？它们要怎么处理代理品牌与自己产品的竞争关系？就算企业一直强调有品牌、价格、市场等方面的区隔，我仍表示怀疑，张裕产品本来就覆盖低、中、高端，完全区隔是不可能的。去做葡萄酒进口，是否是为了提升业绩迎合资本市场？自身产品业绩增速难道不够吗？第二个信息是 2012 年第一季度张裕公司销售额出现负增长，我去超市做了些调查，跟销售人员做了交谈，确认了一些信息，然后选择了清仓。

在张裕基本面发生变化时选择了卖出，一是运气好，二是觉得自己当时买入后还算能理性看待这个公司，并进行了持续跟踪研究，并没有期望一劳永逸或者喜欢上自己买入的公司。张裕是难得的好公司，作为中国葡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萄酒的龙头企业仍值得关注，我有可能再次投资。

《红周刊》：对于张裕基本面的变化，您更倾向于定性分析吗？定量分析的结果又是怎样的？

荣令睿：如果我们分析一下历史或者当时的财务指标，由于指标具有滞后性，就算发现，也很难判断问题，所以我更强调用定性分析来判断基本面变化，指标发生变化的时候可能已经来不及了。

收入方面，张裕运营收入快速增长，2012 年明显下滑。2012 年前几年毛利率非常高，甚至超过 70%，是典型的轻运营成本、高毛利率的公司。净利润率近几年也从不到 20% 提升到惊人的 30% 以上（见表 3-1）。

表 3-1　2006 ~ 2012 年张裕收入和利润情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
运营收入（亿元）	21.67	27.30	34.53	41.99	49.83	60.28	56.20
毛利率（%）	67	70	70	72	75	77	—
扣除后净利润（亿元）	3.95	6.34	8.87	11.07	13.75	18.35	16.95
净利率（%）	18.2	23.2	25.7	26.4	27.6	30.4	30.2

资料来源：公司财报

现金流方面，张裕净利润增长速度远高于经营性净现金流增长速度。自 2008 ~ 2011 年，净利润增长了 113%，但经营性净现金流仅仅增长了 20%。这主要是因为 4 年来存货的持续大幅增长：2008 ~ 2011 年存货每年都有 1 亿元以上的增加，甚至 2011 年增加了 4.7 亿元，存货总计达到 17.7 亿元。这导致利润增长，但经营性净现金流并没有增长（见表 3-2）。

表 3-2　张裕经营性净现金流情况　　　（单位：亿元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
净利润	**8.945**	**11.360**	**14.542**	**19.072**
加：资产减值准备	0.016	0.015	0.048	0.144
固定资产折旧	0.539	0.549	0.728	0.899
无形资产摊销	0.042	0.037	0.041	0.046
生物资产摊销	0.000	0.010	0.041	0.020
长期待摊费用摊销	0.010	0.009	0.013	0.102
固定资产报废损失（收益以"—"号填列）	0.000	−0.004	0.004	−0.027
财务费用（收益以"—"号填列）	−0.400	−0.333	−0.323	−0.460

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
投资损失（收益以“—”号填列）	-0.040	-0.026	-0.009	-0.001
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）	-0.221	-0.473	-0.210	-0.153
存货的减少（增加以“—”号填列）	-1.621	-1.261	-1.630	-4.693
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	0.273	-0.496	-0.482	-1.057
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	4.967	4.246	-0.135	1.165
经营性净现金流	**12.510**	**13.596**	**12.899**	**15.057**

资料来源：公司财报

虽然张裕经营性净现金流当时保持增长，但由于固定资产投入较大（主要是石河子等一些酒庄的在建工程、生产线改扩建在建工程的转固），自由现金流呈现明显下降的趋势（见表 3-3）。

表 3-3　张裕自由现金流情况　（单位：亿元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
经营活动净现金流①	**12.51**	**13.60**	**12.90**	**15.06**
购建固定资产、无形资产投入②	2.86	2.67	5.14	7.66
自由现金流（估算）= ① - ②	9.65	10.93	7.75	7.39
净利润	8.87	11.07	13.75	18.35
自由现金流（估算）/ 扣除后净利润	**109%**	**99%**	**56%**	**40%**

资料来源：公司财报

仅从财务指标看，张裕公司是有点问题，但并不能说明张裕当时面临发展环境的巨大变化，特别是随后我国新一届政府的反腐工作，对葡萄酒企业进一步产生负面影响。

所以，我后来做了总结，财务指标具有滞后性，多数不能有效判断企业基本面的变化，判断变化更依赖于定性分析。企业基本面的变化各不相同，但大多数是竞争对手发生明显变化，产品的竞争力出现问题，关注公司产品比关注财务指标更重要。很多时候，环境变化趋势是明显的，但在财务报表上的反映是滞后的。这对于持有该公司股票的投资者进行判断会造成较大的困难——利润并没有下滑甚至还在增长，股票的估值看起来并不高，甚至 PE 还比较低，但公司基本面已经发生了本质变化。这将影响所谓“价值投资者”的正确判断，让他们看不到或者不愿意看到环境发生的巨大变化，并且对发出警告的人或者文章很是不屑。就算我们买入了某只股票，也要保持对行业变迁、竞争恶化、公司产品竞争力弱化等情况的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敏感性，随时调整自己的策略，尽量不要受禀赋效应、确认偏误等心理因素的影响，不能只听好消息，还要警惕坏消息出现的蛛丝马迹。

《红周刊》：您如何看待定性和定量分析的正确使用？

荣令睿：这是一个经常争议但不应该争议的问题。如果是以基本面分析为主的投资者，这两个方面需要综合考虑，缺一不可。只进行定性分析的内容更多，工作量更大，而定量则作为检验、估值参考等。比如我们要分析企业所处的行业发展空间、相关政策、竞争环境、自身竞争优劣势、管理层及战略、盈利能力、盈利的可持续性等，特别是还要理解公司大概所处的发展阶段等。

有人往往通过财务指标比如PE、ROA、毛利等指标筛选出部分公司后，再进行逐个分析，我不确定这是否是个好方法，但我不会去这么做。过于关注财务指标和估值，往往会把优秀的公司在第一轮中就筛掉，原因是不满足他们的指标要求，这样处理有些过于简单了。另外，从财务指标出发，并过于重视定量分析而弱化定性的判断，容易进入误区，经常买入指标好的“烂公司”，而错过指标差的“好公司”。其实，不同的行业往往没有可比性，同一行业的不同公司也没有可比性，特别是不同发展阶段的公司财务指标就更不能简单对比了。比如对于发展初期的电子、互联网类公司，跟发展中后期的钢铁、银行、地产等公司，定量标准应该是不同的，我们不能以后者的“便宜”来驳斥前者的“贵”。

另外，重要的是，在做财务分析时，我们需要做的是分析财务数据背后的原因，透彻地了解企业，才能及时地把握公司基本面发生的变化。比如分析收入要分析收入来源、收入质量、收入增长较快的原因以及其可持续性等。一个靠大规模营销费用增长换来的收入跟自然增长的收入相比，在质量、可持续性方面都有巨大的不同。比如分析自由现金流，需要分析自由现金流变化的原因，如果投入规模过大影响到自由现金流，就需分析投入的资金都做什么了，为什么投入等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：太抽象了，还是以案例来说明吧！

荣令睿：比如我们分析张裕近10年取得的优良业绩是否有特定的原因，大致可以归纳为以下几点：①整体市场快速增长的前提。近10年，我国葡萄酒市场需求增长较快，整个行业收入规模迅速增长。②相对垄断的市场竞争格局。张裕、长城、王朝等几家葡萄酒企业长期主导主流市场，市场竞争相对缓和；另外，由于制度、管理等原因，长城、王朝等企业相对软弱。③市场主导地位导致的品牌利基。在缺少葡萄酒历史传承的中国，张裕经过不断发展使公司处于市场主导地位，并建设接近高端市场的渠道，在中高端葡萄酒市场，优势明显且销量高，这给公司带来了巨大的收益。④渠道优势及广告等渠道费用大幅增长的支持。由于葡萄酒行业没有明显的壁垒，张裕有实力进行巨大的渠道费用支出，这也进一步巩固了张裕的优势地位，形成了良性循环。⑤拥有好的治理结构，管理层积极进取。张裕具有管理层、外资、国资委等联合控股的优势，且管理层具有更充分的经营自主权，企业利益和管理层利益一致。另外，张裕相对于长城，更聚焦葡萄酒行业，全力在此精耕细作，精力和资源投入也更多。这些因素是否可以持续？若多数不能，我们就得打问号了。

再比如，投资者要是只分析比亚迪的财务数据，而没有定性的判断，也不问财务指标背后的原因，就算多聪明智慧，也基本不会选择这家公司。

在2011年及2012年，从表面上看，比亚迪是三大业务同时受困：汽车业务收入增速快速放缓；手机部件及组装等业务收入和毛利下滑；二次充电电池及新能源业务大幅下滑。

但分析后我发现，传统汽车方面，随着比亚迪TID动力总成突破、汽车电子化配置发力、产品质量提升等，公司产品的市场竞争力明显提升，比如从2012年推出的G6、速锐等车型上可以初见端倪。虽然汽车销量下滑，但销售额保持平稳或上升，支撑收入的重点车型已经从以前的F3、F0等低端车型转移到L3、S6、G6、速锐等车型。新能源汽车方面，在公交领域，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比亚迪电动出租车 E6、电动大巴 K9 逐步从深圳走出国门；在个人领域，比亚迪将重点推广第二代插电式混合动力汽车"秦"，研发已经在有序进行。手机部件及组装等业务，主要是受大客户诺基亚公司战略失误的影响，使代工订单减少，但代工业务的优势没有改变，在业务实力方面除了富士康就是比亚迪，并且这块业务在 2012 年下半年已经开始好转。比亚迪在光伏业务方面资金投入规模较大，并且亏损严重，短期内对业绩仍有较大的影响，但未来几年基本不会再投入，预计对盈利影响幅度将减小（见表 3-4）。

表 3-4　2011 ~ 2012 年比亚迪三大业务主营收入及毛利率变化

	2011 年同比变化				2012 年同比变化			
	营业收入（亿元）	营业收入增减	毛利率	毛利率增减	营业收入（亿元）	营业收入增减	毛利率	毛利率增减
汽车业务	239.02	5.55%	21.68%	-2.06%	235.17	2.12%	17.90%	-4.25%
手机部件及组装等	199.72	-3.97%	13.54%	-0.42%	172.74	-11.95%	10.53%	-1.99%
二次充电电池及新能源	49.52	-1.04%	10.11%	-9.73%	46.98	1.37%	9.03%	-1.06%

资料来源：公司财报

重要的是，很多信息不是仅从财报上就能获得的，更多信息来自论坛、网友及各类采访报道。比如石油能源危机和政策方向、汽车电动化、电子化的趋势、动力总成的技术突破、磷酸铁锂电池的优劣势、电机性能和成本优势、比亚迪低成本原因等，这多是定性的综合判断。

对于广受质疑的比亚迪公司自由现金流多年为负，我也做了进一步分析。当时比亚迪每年仍能保持 50 亿元以上的经营活动净现金流，表明其主营业务仍具有明显的现金制造能力。但由于比亚迪投入规模巨大，特别是在 2009 ~ 2010 年间，累计投入近 300 亿元，用于大力研发、建立工厂和电池生产线，当然还有巨大的光伏投入，导致自由现金流大规模为负。但在 2011 年、2012 年，比亚迪持续压缩投资规模，自由现金流呈现明显好转的趋势，财务危机也得到化解（见表 3-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-5　比亚迪现金流情况　　　　（单位：亿元）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
①经营活动产生的现金流净额	25.0	17.5	18.2	120.2	31.4	59.8	55.6
②投资活动产生的现金流净额	-30.3	-50.1	-59.2	-71.7	-126.8	-89.2	-46.1
③股息、利息支出	-2.5	-6.0	-13.8	-3.0	-4.1	-10.6	-12.1
④自由现金流（④=①+②+③）	-7.8	-38.7	-54.9	45.4	-99.5	-39.9	-2.7

资料来源：比亚迪 A、H 股财报披露数据

总体上来讲，定性判断看大趋势，定量分析做小判断，两者结合更好。

《红周刊》：您投资过的最失败的股票是什么？分享一个您失手的案例吧。

荣令睿：失败的案例很多，比如刚开始投资的时候选择“便宜”的标的，买入粤电力 B（200539）、金利来（00533.HK）等。在银行股上也曾小仓位买入卖出，虽然没有亏损，但浪费了时间和精力，特别是因此错过了愿意长期持有的优秀公司的机会。后来我总结道：我对银行业的看法曾存在摇摆的倾向，对中国银行业高收益的可持续性始终保持怀疑态度，同时还受其“低估值”状态的诱惑。既然我不会大规模投入这个行业，少量规模的投入意义也不大。失败的案例不仅仅是你买错什么导致了亏损，还包括你错过了本来可以买入并盈利的机会。

这里分享一个关于投资东阿阿胶的失败案例。2009 年我买入一点东阿阿胶（000423），成本 18 元，没有想到该公司经过渠道改革并多次对阿胶块提价，2009 年、2010 年业绩增长迅速。自己没有忍住诱惑，在 2011 年又陆续买入部分东阿阿胶（000423），价格在 45 ~ 55 元之间，相对于 2010 年业绩的市盈率大约 50 倍，买入后合计占自己总仓位的 15%。当时分析并测算东阿阿胶的业绩在 2011 年还会高速增长，约保持在 80% ~ 100%，而结果远没有达到预期，接下来的 2012 年业绩更差，东阿阿胶提价、渠道整顿等因素导致阿胶块销量明显下滑。

我后来反思东阿阿胶给我带来的教训：买入一只股票，如果不是出于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保守的估值方式，而是基于未来业绩高速增长的预测（甚至100%以上），就算这种预测看似比较合理，也将存在巨大的风险，动态市盈率往往是个陷阱。对未来的预期具有很大的不确定性，我们不能掌握全部信息，甚至重要的信息也未能掌握，何况还有很多不可预期的黑天鹅事件。

还有一个需要总结的教训：来自盈利的资金更容易使我们放宽买入标准。当时买入东阿阿胶的资金来自另一只股票的投资盈利，觉得是用赚来的钱再做投资，不自觉地放宽了标准，倾向于愿意承担更多的风险，反正是赚的钱，这是很有问题的。其实，很多人都有这样的心理，用辛苦换来的工资收入买东西的时候就比较苛刻，如果是中彩票的意外之财就没有那么珍惜了。这种现象在心理学上叫心理账户，人倾向于把钱分成好多类，比如工资收入、投资收益、意外之财等，不自觉地就对不同类别的资金设置不同的风险承受水平。其实，对于投资者来说，无论是工资收入还是盈利资金，对待的态度都应该是一样的，其购买价值没有任何区别。

《红周刊》：有些公司估值合理，但3年不涨，这么守着不急吗？

荣令睿： 有个故事我也不知真假，传说赵丹阳花几百万跟巴菲特吃饭时，赵丹阳问："如果我所买的股票一直不涨怎么办呢？"巴菲特答："不卖出，等它涨。"赵丹阳又问："如果一直不涨呢？"巴菲特答："买错了。"

如果我们买的股票3年都不涨或者下跌，我们也要问问：自己是否买错了？很可能是自己当时的决策是错误的，若不是买错了公司，就可能是买贵了。所以，我更愿意承认自己买错了，并适当调整自己的策略，再进行经验总结。

错的往往不是市场，而是我们。市场在短期内无效的成分多些，但在3年、5年等时间区间来看，还是总体有效的。如果投资者在3年甚至5年前买入银行、地产、钢铁及有色、水泥等行业的公司，持有到现在，我们更应该反思自己的策略。比如银行股从几倍PB、十几二十倍PE，持有到一倍PB、几倍PE，我们就应该反思到底发生了什么。而不该是抱怨市场、谩骂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余额宝。

其实，我们很多时候不愿承认错误，是有内在的心理因素的。

比如投资者有这样一种禀赋效应心理，一家公司你没投资，你可能不觉得它好，一旦你关注特别是花费大量时间精力去研究并进行了投资，就往往会难以割舍，高估该公司的价值。有人曾经做过一个实验，随机分两组，其中一组每人被赠予一个杯子，让他们估计杯子的价值；另一组让他们评价货架上同样杯子的价值，调查结果显示，前一组对杯子的价值评价会明显高于后一组。

另外，投资者也往往具有确认偏误倾向。查理·芒格说，人类的大脑具有抵抗改变，甚至快速消除怀疑的倾向，在决策时，我们往往会不自觉地跟以前的认知、观念以及曾经的做法等保持一致。这种避免不一致的倾向，一个直接的后果是确认偏误，罗尔夫·多贝把确认偏误称为所有思维错误之父。确认偏误是个人无论合乎事实与否，偏好支持自己的成见、猜想的倾向。巴菲特说："人类最擅长这样过滤新信息，使现有解释仍然成立。"

还有，投资者可能还有个心理因素是厌恶损失。一般人们面对同样数量的收益和损失时，收益带来的正效用远不能弥补损失带来的负效用，后者约是前者的2.5倍，这导致投资者更容易"贪小便宜、吃大亏"。趋于过快地卖掉正在盈利的股票，反而过长时间地持有正在损失的股票，这是资本市场一种普遍存在的投资者非理性行为，拔掉鲜花，浇灌杂草。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013年11月2日第62期，2014年4月27日有修订

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

@伙伴资本看公司

用腿跑出来的价值投资

“跑上市公司就是游学，股东大会是课堂，公司高管就是老师。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“调研哥”陈凌

10月25日，14：40。“今天是股权登记日的前一天，你赶快下单买100股，下周一把股东卡和身份证给公司发传真登记一下，就可以跟我去参加股东大会了。”活跃在雪球的陈凌在电话那头催促记者下单。11月初，他将到北京参加几家上市公司的股东大会，想借此也带记者一起去见一下世面。

今年是陈凌跑上市公司的第二年，从2012年开始，他用双腿调研了多达500家上市公司，人送绰号“调研哥”。金融专业科班出身的陈凌曾经做过福建省政府机关的公务员，也曾经在证券公司任职，可是最后他还是在2009年选择了辞职，开始了自费调研上市公司之旅。

“我一般会在参加股东大会前一天，对上市公司进行资料预习，比如阅读该公司的财务报表、研究报告、公司网站、投资者互动平台信息等，并把一些第二天想要提问的问题记下来。”在调研方面，陈凌甚至比某些券商研究员还要敬业，而且腿脚也很勤快，比如他这次来北京，行程就安排得满满的：10月31日上午是东方园林，下午是掌趣科技，11月1日上午为汉王科技……“跑上市公司就是游学，股东大会是课堂，公司高管就是老师。”陈凌觉得，投资不是在家里电脑前动动手指，而是读万卷书，行万里路，在生活中感受社会需求的变化。

北京、上海、广州、深圳、济南、杭州、长沙、南宁、汕头……陈凌的脚步风雨无阻！曾经最忙的一周，他在5天内调研了10家公司，每天晚上都要忙着写调研小结和预习第二天的公司资料，经常要到凌晨两点才能睡觉。刚开始做草根调研时，陈凌广泛撒网，不分行业，也不管是好公司还是坏公司，都统统先去跑一遍再说。

“电脑前看到的都是二手资料，到现场可以更加直观地感受公司的精神面貌，尤其可以全面了解竞争对手和上下游产业链公司的情况。很多公司不是分析出来的，是比较出来的。别人调研是为了挖金子，我主要是学习和积累。所以，这两年我不是以寻找投资标的为第一目的，这是我与其他投资者调研的最大区别。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一个区别是够犀利！在某上市公司股东大会高管“答股东问”环节，面对持续下跌的股价，董事长却顾左右而言他，滔滔不绝地谈起公司产品的技术壁垒。但是陈凌和另外一个个人股东却认为公司当前的问题不在于技术，而是市场和公司治理。“广东山寨技术产品都卖了上亿元，公司同样的产品却只卖了上千万元，为何?”陈凌认为，这样的董事长更合适做科学家而非企业家。

类似于这样的公司，陈凌自是见怪不怪了。自从他 2012 年带着刚满周岁的儿子从福州来到广东顺德父母家中，就开始对珠三角上市公司进行调研，这其中不乏各种各样的民营企业。

“调研了那么多上市公司后，再回头看看机构的研究报告，确实有不少忽悠的成分。”陈凌深刻体会到，调研不仅能真实地看到企业财务报表之外的差距，而且还能识破二级市场上的“坑蒙拐骗”。比如，他曾经去过的一家地产公司，在前海没有任何项目及土地，股价却敢顶着“前海概念股”的帽子大幅上涨，而另一家上市公司，公司高管连 3D 打印是何物都不知道，股价却因 3D 打印而疯狂上涨……

跑上市公司是学习的过程，也是感悟投资的过程。虽然现在他的调研结果并不能立竿见影地体现在账户里，但是他却领悟了投资的真谛，即真正的价值投资是投资企业的内在价值，企业生产和创造出满足某种需求的产品，需求越增长、越强烈、越持久，价值就越大！不过，就像很多人不能理解企业价值一样，对于陈凌辞职自费调研公司的行为，很多朋友也表示不理解。但是陈凌倒是自有主张，“去年差旅费和住宿费的开销就有 7 万多，今年将近 10 万了，而且买股票参会还损失了几千块。我尽量省着点花，住快捷酒店，能够坐地铁的地方，就不打车，目前还能承受，总比亏在股市里强！”

现在他的收入主要是靠股票现金分红和股票市值增长，维持日常开销已经绰绰有余。陈凌说难得家人这么支持自己的事业，他要等儿子上小学后，带着“股二代”一起跑上市公司，“股东大会就是一个学堂。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对话陈凌

双腿跑出来的大行业：医药、环保、品牌消费

《红周刊》：请谈谈您这几年投资的心路历程。

陈凌：2009年时我对中国社会经济发展的趋势有了深刻的理解，2010年开始了解企业的竞争优势，建立了价值低估的投资系统，2011年逐渐利用一些财务数据对企业进行分析，比如，通过对比净资产收益率（ROE）来初步判断企业素质，并结合分红、负债率、利润质量等财务指标来分析这个ROE到底是由什么因素驱动的，还会研究企业的会计政策以及当期资本支出可能得到的回报，从而来预测企业未来的业绩变化。现在跑上市公司，我主要是出于对企业价值的思考。

《红周刊》：但是，我注意到您也经常会提到“顺势而为”呀？

陈凌：如果单纯地把价值投资等同于逆向投资，这是对价值投资的误解。我们要顺势，就是顺应社会发展的势、行业发展的势、企业基本面发展的势。至于股价是越跌越买还是越涨越买，这只是策略。当企业基本面出现重大变化、内在价值在加速流失的时候，越跌越买只能换来越买越套。股票可以越跌越买，但必须是在企业价值仍不断增长的背景下，我所说的“势”是指社会和企业发展的趋势，而不是指股价的走势。

《红周刊》：还是来说说调研吧，调研的过程中您会关注哪些信息？

陈凌：与上市公司高管进行交流、参观公司产品展厅、参观公司生产车间、搜集公司内刊等都是实地调研的方式。我主要是看对于企业发展的关键问题和矛盾，站在一定距离上看企业的高矮胖瘦（即模糊的正确），而不是过分追求微观的细节（即精确的错误），高管解决的思路是什么，当前公司的发展战略、行业竞争态势、公司各业务板块发展的真实现状和趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是什么。在生产车间要看管理细节，比如生产效率、自动化水平、质量控制等。对于新手来说，建议多跑同行业同类的上市公司，这样，很多细节便一目了然。

在调研结束后，我都会写一个小结，在微博和雪球上发布，主要是从公司基本面去总结，归纳观察上市公司发展的主要矛盾，而不会对股票做出买入或增持的结论。

《红周刊》：如何深入地认识一家企业的价值呢？

陈凌：经过这几年的实践，我对企业的认知经历了一个从内在价值，到股东价值，到社会价值，再到转让价值的过程。具体来说，内在价值就是通常所说的企业生命周期内未来现金流的折现之和，可以用现金流折现模型（DCF）来计算。关于股东价值，我会寻找具有稀缺资源的上市公司，这样公司的股东价值也是稀缺的。在社会价值方面，有的企业利润表上可能暂时并不出色，但是企业却拥有很珍贵的无形资产，比如说一些中药品牌公司除了利润创造的价值之外，还代表着一种文化。而转让价值就是用股权投资者的眼光来看待上市公司，我愿意付出多少钱买下公司，别人愿意出多少钱出让公司股权。目前我比较重视观察企业价值的积累，其产品使用的人越多，好的口碑传递给越多的人，企业无形资产的价值就会越大，这就好比母鸡生蛋，蛋又孵化成鸡，鸡又生蛋，这就是价值的复利。

《红周刊》：企业内在价值的要素都包括哪些？

陈凌：思考企业内在价值有很多角度，我考察一个企业内在价值要素的顺序是道德、前景、品牌、渠道、技术。“道德”是我认为最重要的因素。“道”是指企业要符合社会发展的趋势，“德”是指企业要具有良好的德行品质，靠偷鸡摸狗获取利润的企业不值得投资。“前景”主要是从企业与行业的周期与兴衰去判断，也就是我们前面所说的“势”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：在您看来，未来中国社会经济发展的趋势是什么？什么样的企业具备竞争优势？

陈凌：中国社会阶层正在从金字塔结构向橄榄形转变，随着收入的增长，中产阶级的消费可能急剧扩张，而中低端的消费也开始升级，比如今年在食品领域，有品牌酱油、醋等企业发展得不错。我此前对未来社会发展趋势的理解至今未变：第一，经济增长模式从数量型增长向质量型增长转变；第二，人民群众的需求，从简单物质占有需求向精神、文化、教育、健康等软性需求和体验式需求转变。

2010年时，我将具有竞争优势的企业分为三类：第一类是超级竞争优势类企业，这类企业20年以上没有有效的竞争对手，市场扩大因素推动企业净利润年复合增长率在15%以上，中药里的同仁堂、云南白药、片仔癀以及白酒中的贵州茅台都是这一类；第二类是垄断竞争优势企业，这类企业具有10年以上行业领先优势，市场扩大因素将推动企业净利润年复合增长10%以上；第三类是成长竞争优势企业，未来10年处于该行业高速增长期，10年间企业年复合增长可以达20%以上，比如部分医药、环保、品牌消费类个股。

《红周刊》：请用一句话简单地概括一下您的投资风格

陈凌：目前是“天下炒股，唯变不破”，十年以后可能是“天下投资，唯不变不破”。现在我的投资以小市值公司为主，“变”更多是指基本面的变化，价值增长的改变，市值从小到大，公司从不好到好，掌握这种变化发生的确定性就把握住了企业发展主要矛盾的关键。以后资金量比较大之后，每年整体的收益率预期可能就不会那么高了，但要稳定，也不太适合只买小公司了，“不变”在于企业品牌等强大的竞争优势能够长期保持不变，是一个防守的状态，公司“护城河”他人很难攻破。

《红周刊》：目前“唯变不破”的投资风格，可否用案例解释一下？

陈凌：2006年9月份买过稀土高科（现在的包钢稀土），这只股票从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年 9 月到 2007 年 10 月份上涨了 8 倍。当时我认为包钢稀土是上市公司中唯一一个细分行业垄断全世界的企业，稀土下游需求出现爆发性的增长，我认为只要稀土应用领域不断扩大和国家加强稀土出口的管理，稀土的价格必然出现快速上涨，果不其然，公司短短几年利润增长了上百倍。

2012 年我买过鲁泰 B，前后一共去了该公司三次。这家公司是全球最大的色织布生产企业，虽然也有些问题，比如重资产，比如企业有一万多人，当时也考虑过转移到海外等，但它的产品面对的是一个相对较高端的市场，同时也有自己的品牌产品，也有棉花基地，属于全产业链企业，另外了解到国外的棉价低、国内的棉价高，所以觉得企业的综合竞争力还是有的。当时市场估值较低，就几倍市盈率，由于棉花价格大幅下跌，库存的减值造成利润不正常地下滑，企业平时的生产很正常，产品仍然供不应求，而且还在建设新的产能，产能一旦投产马上就会成为新的利润。棉花价格下跌总归是要企稳的，当时买入的时点是棉花已经下跌到近几年的一个平均低点，下跌空间很小了。另外，企业产品大部分都是出口的，当时经济比较低迷，虽然是满负荷生产，但是由于国外订货档次的下降，这也会影响部分利润，不过这部分也会复苏的。再者，就是最近几年国内对中高端色织布的需求在上升，国内市场增长很快。卖出的时候主要是觉得估值回归差不多了，讨论的人越来越多，利好开始兑现。

这样的投资思路也在慢慢发生改变。

《红周刊》：投资思路的改变是什么？

陈凌：按照以上的思路也买过华侨城，企业土地重置的价值非常高，但估值回归的时间是不能确定的，持有半年收益不明显。因此并不是赚钱的交易就是成功的，现在寻找公司的思路有一点改变。打个比喻，一只公鸡和母鸡价值 10 元，在价格 5 元时买入一只公鸡，赚到的是 5 元的价值回归，但是现在更倾向于买一只价格 11 元的母鸡，因为母鸡能生蛋，蛋生鸡，企业价值的增长更是好公司的选择标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长性的股票就是公鸡和母鸡的比喻，这些企业每天都在产生新的价值，不完全指望估值回归，企业的价值是在不断变化，而且在不断积累，价值积累的速度会很快，反映在股价上收益会更大。

《红周刊》：明年计划跑哪些上市公司？

陈凌：广东的上市公司基本跑完了，下一步我将会到上市公司比较密集的长三角地带，江苏、浙江、上海等地，也将侧重一些行业跑，如医药、环保、品牌消费品等行业。这些行业市场需求持续增长，也是未来社会发展的大方向，这也是我这两年跑出来的一个结论。

《红周刊》：跑了这么多上市公司，什么样的公司不会投资？

陈凌：就目前而言，两类公司不投资，一是生产电子产品的企业，因为更新换代太快了；另一个是不买LED企业。从节能的角度来讲，LED大于节能灯大于白炽灯，但是从健康的角度来讲，正好是反过来的，主要是因为频谱，白炽灯的频谱是最宽的，LED的频谱最窄，长时间使用容易造成近视。而且这个行业有点像前几年的光伏，发展非常快，光是珠三角这个行业的上市公司就有几十家，都在扩大产能，未来很可能面临产能过剩，再加上“不利于健康”这个因素如果越来越被大家认识到，就会对这个产业产生冲击。这个确实是从LED上游做荧光粉的企业了解到的，很可能成为LED行业的未来隐患，因为社会对健康越来越重视，这些资料是所有公开资料中都没有涉及的，是“跑”出来的。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013年11月16日第66期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章

@许志宏

像做生意一样买股票

——一位 80 后奶爸的投资经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人档案：

姓名：许志宏

年龄：80后

从事行业：IT行业

关键词：互联网、美股

投资经历：2006年开始投资写字楼，2010年投资美股，奇虎360的非理性多头

主要观点：

1. 优秀的公司有美好的价格，投资才有意义。

2. 奇虎360值半个百度，58同城值两个前程无忧。

3. 做生意和买股票的逻辑是一样的，就是要选择少有人走的路，但大概率确定以后走这条路的人会越来越多，所以要先去抢一把这条路上唯一的门的钥匙，剩下就是坐等收费了。

对话许志宏

只投资一类商业模式的互联网公司

《红周刊》：您是怎样开始接触美股的？

许志宏：和别人不同，我是从做空美股开始的，2010年跟现在的行情有点像，是一个IPO的高潮期，人人公司最高市值达到约70亿美元，我就是从做空人人开始的。这个公司成长空间有限，另外就是价格太高了。人人在资本市场上讲了一个很美好的故事，被认为是中国的“Facebook+linkedin+groupon+zynga”等，但是内行人知道这个故事水分太大了。在中国，奇虎360不论是影响力还是用户规模都是远远大于人人的，人人在70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元市值的时候比 360 贵一倍，不可思议！

《红周刊》：您是做空了人人之后做空优酷的？

许志宏：对，那个时候优酷也是奇虎 360 的两倍，可是当时奇虎 360 是一个没有任何负担的公司，不需要买版权，不需要有那么多的贷款，每个月都在往账户上赚钱，优酷不仅不赚钱，还往外掏钱，而且还不断融资，收购土豆又融了一大笔钱，这些对投资者来说都不是有利的。这两个商业模式是明显不同的，这样的对比下，优酷是奇虎 360 市值的两倍，说不过去。

《红周刊》：什么是好的商业模式？什么是好的资产？

许志宏：我关注的公司非常少，就是互联网企业中的一种类型。只投资那些向企业收费、帮企业赚钱的公司，而产品和业务对于个人反而是免费的。我从来没买过游戏公司，中国有很好的游戏公司在美国上市，PE 还不到 10 倍，并不是不挣钱，是因为今天所挣的钱和明天所挣的钱是没有必然关系的，可是 IBM 不是，IBM 告诉你今天赚的钱是基础，明年在这个基础上是要增长多少的，用户在变大，用户缴费的规模也在加大。

另外，我认可林园的一个观点，不喜欢老融资的公司，比如银行。喜欢那种有一台机器就能一直挣钱的公司，比如相对于全聚德，更喜欢云南白药，因为对于云南白药来说，上一个生产线，一次性投入后就会源源不断带来现金流，可是全聚德每为了多做一些营业额就要不断进行投入，所以我的逻辑里面好的商业模式是轻资产的。像优酷这样的公司，资产太重了，资产重代表这个行业的成本结构，不要以为前人把种子种下，你就可以后面直接收成，你要一直施肥的。

《红周刊》：举个商业模式特别好的公司例子。

许志宏：百度、前程无忧、奇虎 360 的商业模式是一样的，它们从来没有向个人收过钱，这样的做法会保护公司的“护城河”高得一塌糊涂。很多人分不清客户和用户的区别。用户是那些搜索和找工作的人，他们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用付任何费用，客户是向网站付费的企业主。一个人不是天天需要找工作，但是公司是天天要招人的。好的商业模式有两个面，第一是对服务的对象有不可替代性，百度和前程无忧都是这样，由于免费，其他企业很难攻击；第二就是企业的欲望是无尽的，时间是你的朋友，当企业越来越多、越来越大的时候，就是你坐收渔利的时候。更重要的是，这样的模式在中国份额还比较小，百度在中国只有46万家企业主，时间对公司很有利。百度上个季度客户数还增加了13%，一个银行一个季度客户数能增加13%吗？什么是朝阳行业，一目了然。

从做空到做多的转变

《红周刊》：我在雪球上看到，您在58同城上市第一天就做多了，基于什么样的信息让您扣动扳机的？

许志宏：最重要的信息就是企业交费用户数，公司有几百万家企业主，要知道，在美国上市的中国第一大互联网公司百度才有46万家企业广告客户，只是目前58同城每个广告企业主交的钱要少很多，但这个不重要，客户规模大啊，我当时打算58同城上市后18亿美元市值以下就买入，最后是在18亿多点买的。

《红周刊》：这个18亿美元是怎么估算出来的？

许志宏：跟前程无忧做对比，它们都是面向中小企业收费，交很少的钱，有很广泛的客户，而且我认为分类广告的市场将来会远远超过招聘广告的市场，目前前程无忧是20多亿美元，我认为58同城价值两个前程无忧。

也可以对比一下国外，Craigslist是美国最大的分类网站，按照每天浏览量的排名，它在全美排名第十，前面都是我们特别熟悉的巨头。而58同城在中国排名50多位，大家玩游戏、聊天、瞎逛的时候会去找微博、百度，但是要租房租车的时候会去分类网站，这个在中国刚刚起步。美国前十名中，前九名都特别牛，这样都没办法蚕食它的市场份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高估、低估更多是跟同行业同类型公司做对比，而且这个对比通常不是比较PE，而是看市值，同时看各种数据，比如用户规模、行业垄断性等，这不是能定量的东西。

《红周刊》：会不会跟优酷一样，一开始大家都觉得视频网站以后会很牛，但是如何竞争得过腾讯这样拿钱做同样业务的"富豪"？

许志宏：美国最大的视频网站是被谷歌收购的，视频是只要你花钱就能做出来，最糟糕的生意就是只要别人花钱就能做的事。而对于58同城，腾讯愿意招聘四五千销售人员吗，这些销售所做的事不是技术、钱就能解决的。钱、流量、品牌、技术这些都不是问题，说到底还是"护城河"。百度旗下的爱奇艺和PPS买下了明年《爸爸去哪儿》的独家播放版权，对百度来说这块业务可以没有利润，它要通过视频保持在中国互联网浏览上的绝对垄断地位，这才是目的，但对于优酷来说生死攸关。

《红周刊》：在互联网行业，"护城河"是什么？

许志宏：我觉得有两个，一个是别人无法迅速取代的经营模式，58同城有非常强的线下销售团队，当这个规模达到几千人的时候，是难以复制的。另一个就是在竞争过程中，公司对于用户不可替代的价值，比如百度在搜索方面的价值，腾讯在即时通讯方面的价值，360在安全方面的价值，58同城在分类信息方面的价值。

《红周刊》：买入的公司什么时候卖出，卖出原则是什么？

许志宏：我很喜欢雪球CEO方三文的观点——"没有100%的预期投资回报率，就不要去买入这个公司"，按这样的理念买入的，然后会做同行业的比较，如果这家企业远远高出了行业的平均标准，以及增长相对乏力的时候，我会选择卖出。我今年买过百度、环球资源、58同城，去年买了奇虎360，这些公司都是有心理价位的，心理价位没到，期间的涨跌都无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所谓。例如，我觉得奇虎360值半个百度。百度如果扛得住600亿美元的市值，那么我就等到奇虎360达到300亿左右的市值才考虑卖出。

《红周刊》：奇虎360目标位是200亿～300亿市值，但是现在100多亿了，您会在现在这个点位介入吗？

许志宏：说实话，我不会的，因为我会用更多的钱去买58同城。买入一家公司要在公司相对冷静的时候，我买奇虎360的时候，市场是非常冷清的，大家都觉得公司有问题，现在对58同城也是这样的心态，这个时候才有好价格出现，是这些分歧把价格压低了。

《红周刊》：有问题别人才会质疑的，这个问题会不会没有像您预期的那样向好的方向发展？这个风险如何把控？安全绳在哪？

许志宏：58同城是有风险的，赶集网要是豁出去了，硬要把58同城拖下水，两家公司打到没利润，这笔投资就失败了，跟做生意失败了道理是一样的。我没有基于股价的安全绳，但是比如公司领导人离职了，比如赶集超过58同城了，我会卖出，一定是基于这个基本面变化本身卖出的，跟价格没有关系。

《红周刊》：从做空到做多是怎样转变的？

许志宏：从做空到做多的转变是因为优酷吓到我了，优酷收购土豆是一个利空的行为，但是资本市场解读为利多，股票大涨。两个高速滚落的球混到一起只会加速下滑，优酷土豆的市场份额是在下降的。即使你是对的，但资本市场有一群疯子也能把自己搞死，第一次觉得不跟时间做朋友是一件多么恐怖的事情。

现在看这些互联网公司，如果是整体的高估，这个时候是不太敢做空的，因为有可能是因为行业的发展所致，但那个时候人人高估是因为结构性的，大家都便宜，就它贵！整体行业在发展，大家都在创新高的时候，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么要去空？没有人知道顶点在哪里，我想和企业一起成长，和时间做朋友。

新技术将加速行业间的资产转移

《红周刊》：美股对于您最大的帮助是什么？

许志宏：做美股让我变得更开放，更愿意去接受创新。可以在世界范围内理解定价模型，去看看亚马逊的估值吧，一个经常性亏损的公司市值有几千亿，PE一千多倍，在A股大家会认为是被炒作起来的，其实不然，只是不够了解而已。亚马逊在整个商业链条中的地位就值这么多。另外，美国股市制度很激进，A股仍是非常脆弱、保守的状态，对比看看，很多事情就会从更市场化的角度去理解，涨多了大股东为什么不能套现，这里没有道德批判和价值观判断，就是一门生意。

《红周刊》：类比亚马逊，现在A股市场传媒、游戏类公司，也值这么多钱吗？

许志宏：现在说个马后炮，亚马逊是把其他对手都干掉了，因为美国没有淘宝、京东。它之前不赚钱，但是成为老大之后，想什么时候赚钱都可以，保持绝对垄断的地位有选择不赚钱的权力，是这样的逻辑。如果在中国能实现亚马逊式垄断的游戏公司，那么它一万倍的PE也不贵，这里的关键在于能否拥有绝对的定价权。这样的公司怎能按一时的PE去衡量？有人认为银行的PE很低，银行真的值钱吗？我没觉得，我倒不奇怪中国的一些传媒股、小市值股票被高估。

《红周刊》：怎么理解部分小市值股票被高估？

许志宏：我觉得中国以后20年最大的红利是国有资产向私营企业转移的过程。我国目前最大的通讯公司已经不是移动了，是腾讯！一个国有企业，一个私营企业，中间资产的转移是通过新技术的变革来实现的，我说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产是指企业业务的市场份额所带来的客户价值的资产，结果表现形式是公司市值。美国一开始就是私营企业为主体，所以股权结构很健康。国内国有企业的大股东并不是管理者，有股权激励这事不值钱，该损害其他股东利益就会损害，这在全世界范围都是适用的。按照这个逻辑，我很看好创业板，不知道谁会起来，但是起来的大牛一定在这里面。以前讨论移动、联通、电信三家怎么分食，结果被私营企业抢走了老大地位，股权结构是根源。

这也是我不看好银行的原因之一，银行哪里叫垄断，看看百度才知道什么叫垄断，国家放开金融的时候，一定不是说可以办银行了，是因为新的技术出现了，不用颁发牌照就已经把市场份额抢走了，是腾讯、百度、阿里等之间竞争，把银行的份额抢走了。

《红周刊》：基于现在的时点，对于互联网的观点是什么？

许志宏：我觉得互联网行业会加速消化、承接传统行业的转移支付，金融领域是一个很典型的例子，只是这几个巨头都想大干一场，所以不用期望很高的利润，因为对它们来说份额比什么都重要。我看到的是互联网行业在加速和传统行业融合，这就是一个大趋势。中国百亿美元市值的公司现在就那么几家，我觉得以后可能会有几十家。中国与美国相比还有一个好处是，这些公司面对的竞争对手是国有企业。YouTube能放迪士尼的电影吗？很难！在中国拥有传统版权的公司都是国企，而在美国是私有制。在中国转移支付要比未来的美国快很多，这是个大主题，其中会诞生超级互联网公司，这是美国没有的机会。

做生意和买股票一样

《红周刊》：除了美股，您也投资固定资产吗？

许志宏：我投资写字楼，投资写字楼是有现金流收益的事情，本身资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产也在升值，但是投资固定资产和买卖股票逻辑是一样的。比如海淀 2 万 / 平方米的写字楼每年能收 1 000 元 / 平方米，4 万 / 平方米的住宅每年能收 600 元 / 平方米，前者是 20 倍 PE，后者是 80 倍 PE，20 倍 PE 买写字楼我觉得太划算了。

《红周刊》：最近这笔写字楼的投资是怎么选择的?

许志宏：第一，西二旗地铁站人流量巨大，因为有足够多的 IT 类公司在附近，以至于这几年中关村在扩大，西二旗几乎成为扩展的中心，百度、联想、IBM 等都在那边。第二，百度在西二旗，附近就会崛起一批服务于百度的中小企业，这些公司离百度越近越好，拥有小型的写字楼很适合租给这样的小公司。第三，价格便宜。在北京租到每天每平方米 5 元的写字楼就算很便宜了，这个区域写字楼才租到 3 元。北京目前写字楼聚集地大概七个区域，除了西二旗，其他都非常贵，我看重的是增长空间。第四，我坚信挣企业的钱比挣个人的钱容易，相比于住宅，写字楼的资源更稀缺。第五，我看了新浪的财报，新浪要在那边盖一幢楼，所使用的土地是国家赠送的，在零地价的情况下，每平方米的成本是 1 万元，我才花了 2 万元。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013 年 11 月 23 日第 68 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

@conan 的投资笔记

看懂“灰姑娘”成长的真谛



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

野路子锻炼出的王卓玮

好的足球运动员分两类，一类是职业俱乐部出来的，比如从巴萨青训营出来的球星；另一类是像一些巴西球员，从小自己在沙滩上玩耍，走野路子，最后也成就斐然。王卓玮就是后一种类型，他在雪球上的ID是“conan的投资笔记”，目前在一家私募基金做研究员的工作，而就在半年前他还是一名专职“跑上市公司”的个人投资者。

他2007年毕业于北京一所大学的汽车专业，大学四年想明白了对自己所学专业不感兴趣，对证券财经有较大兴趣，但一直努力转学财经专业也没成功。为了能出国留学，他边考托福、边蹭节目、边蹭北大的课程，这样游荡了一年多时间。当时央视有个节目叫《赢在中国》，当观众、当志愿者、当亲友团，想尽办法去现场观看，这让他对商业有了初步认知。期间面试过几家公司，有一次去面试“汽车行业分析师”职位，为了应对这次面试，把《巴菲特致股东的信》[㊀]这本书看了好多遍。“原来我对股票的理解更多的是市场博弈，但巴菲特给我呈现了另一种做股票的方式，这个方式是我喜欢的。”

由于大学成绩不是很理想，导致很难申请到好的国外学校，加上与留学回来的同学交流，王卓玮发现自己亲身从上市公司学习比出国可能学到更多东西，也会对今后自己的股票投资有很大帮助。有了这样的想法，他将家里用来给他出国留学的几十万元挪用至“跑上市公司”，2010年至2013年上半年，他开始了“用脚投资”的历程。“热爱有一个最大的好处，就是对付出不是特别在乎。别人跑上市公司是一门生意，会考虑投入产出多一些，要是真喜欢做某一件事，获利就是你的附属品。”

在这两年多的时间里，王卓玮看了很多书，而且开始试着自己分析公司、撰写研究报告。有一段时间他对“分析公司”的热爱达到了极致，足球、桥牌、历史等兴趣爱好都可以拿来与投资分析联系上，甚至曾经写过一份关于李宗盛歌曲的调研报告。

㊀ 本书已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他也曾买入过中国神华、紫金矿业（H）等多只被市场遗弃的个股，但最终体会到"把十家公司分析得一知半解，不如把一家公司分析得明明白白"。精力集中在传媒、医药行业之后，他发现了两位"穿着水晶鞋的灰姑娘"——复星医药和光线传媒。也正是在雪球上发布了这两家公司详细、准确的多篇报告，才吸引了很多业内人士的关注。

《红周刊》曾经介绍过两年跑下 500 家上市公司的"调研哥"陈凌，从分析师成为个人投资者是选择喜好，但是从一个散户跑为机构研究员，个中艰辛也只有自己知道，其中积累了哪些经验？他又是如何分析诸如复星医药这样复杂公司的？

对话王卓玮

拆解资产负债表背后的真相

只牵"灰姑娘"的手

《红周刊》：雪球上显示，探路者是您调研完并买入的第一家公司，当时了解到了什么信息？

王卓玮：我对这家公司做了长时间的准备工作，买入前去了 3 次，截至目前一共去了 20 多次。内地服装公司是期货制度，一年发货两次，好的公司发货四五次，订货会之后一年 70% ~ 80% 的销售额就已经确定，香港投资者已经很熟悉用这个方式去观察。但当时 A 股市场投资者对探路者的看法还是集中在能开多少店，而不太关注订货会的情况，开完股东会我得知，探路者的订货会销售额明显增长，查找原因发现公司开店数量和每家店的销售额都在增长，双轮驱动很明显。不过这是以前的投资理念，现在回头看看，在这样的信息下会买入的概率会降低。

《红周刊》：为什么呢？现在的投资方式有什么改变？

王卓玮：现在调研也会碰上很多这样的公司，最近两年公司业绩非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，但是长期来看预期还很不明确，而且当时也不便宜，PB 达到六七倍，还是贵了。很多投资者都喜欢净利润增速这个指标，我更多关注的是 PB、净资产收益率等因素，辅助看 PE，4 倍以上 PB 的公司很少看。买得足够便宜可以保证后期安全。当然，这样做也会错过一些大牛的公司。

拆解资产负债表成为研究中最繁重的工作

《红周刊》：您在博客中指出，“投资李宁可谓经典的错误”，这是指什么？

王卓玮：从李宁公司的 PB、PE、净资产收益率等方面来看都符合我的标准，但是实际结果和当初的预想并不一样。主要原因有两个方面，一个是管理层有问题，当时对公司的经营管理心生退意，而新接手的管理者并不是对公司的产业极度热爱，所持股份也较少。同时安踏崛起的时候，李宁公司的优势就被逐步削弱了。另一个就是服装公司都存在“影子存货”问题，服装行业发货就确认收入，作为零售店是把货卖出之后确认收入，这样公司财务上就可以把经销商的仓库当作自己的仓库，很多服装公司就是这样做的，李宁也是这样做的，而安踏这样的情况就好一些。

这个例子让我发现，其实最后能否挣钱，几个具体的指标并不是王道，最核心的问题还是对公司是否真正了解。

《红周刊》：真正透彻理解公司的核心是什么？

王卓玮：对公司的净资产也就是公司到底有什么东西，要有个清晰的认识，把资产负债表给拆了看看，母公司、子公司都有什么东西，这些东西值不值钱，只有对净资产有了清晰的认识，才能对净资产收益率有正确认识，进而才能正确认识净利润，这是我认为合理的逻辑关系。三张表我认为资产负债表是最重要的，现金流量表更多是证明自己的判断，一般有些产业投资使用这种方法。这样的好处在于防御性强，我当时买复星医药，主要精力都花在旗下都有什么资产了。有时把公司理解透彻之后才发现，所谓的价格便宜未必是真便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：谈谈您的投资哲学吧。

王卓玮：我的投资哲学最像足球里的切尔西队。切尔西是世界上足球俱乐部强队中少数愿意使用防守反击战术的。一般大家认为强队就应该进攻，特别是受关注度高了之后，想完美的心态就有了，我觉得这是很危险的。切尔西就是"我是一个强队，但是我坚持打防守反击，谁愿意笑话就笑吧"，但切尔西是前两年战胜巴萨次数最多的球队，防守反击在足球上肯定是有效的，只是好多人看不上这个战术。类比投资，我只喜欢牵"灰姑娘"的手，这些公司有很大概率会成长为"公主"，我很难把握"公主"到"女王"的蜕变，但是"灰姑娘"阶段的跟随保证了我的安全。

《红周刊》：对于个人投资者，调研上市公司有什么建议？

王卓玮：投资者买 100 股上市公司的股票就可以参加公司股东会进行调研。要注意的是，第一，一定要做功课，准备工作越充足，提问水平越高，回复质量越高；第二，对董事长多问战略，总经理多问具体业务，财务报表多问财务总监；第三，选择自己能理解的行业或公司调研，多关注自己身边有关"吃喝玩乐"的上市公司，而有些周期性公司就很难把握；第四，建议选择同一类型或者同一行业的公司，以及这些公司的同行、竞争对手、上下游产业链进行调研；第五，最核心的是要让最专业的人多问，特别是遇到产投调研时多听多观察，散户更多是问"你手里有什么牌"，产投却知道对方的牌而在问"你的牌准备怎么打"，所以要避免成为"我赔钱我难受"型散户。

左手牵复星医药的故事

《红周刊》：复星医药是您牵手的"灰姑娘"之一，当时是如何看上"她"的？

王卓玮：复星医药是 2011 年以 8.6 元左右的成本买入的，之前调研医药公司，很多同行对复星医药评价很高，之后开始研究，买的时候很便宜，PB 为 1.6 倍，公司持有的很多资产对这个"1.6 倍"来说是物超所值，比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如国药控股和一些制药公司等。另外我觉得管理层做事的质量很高，研究复星医药后发现复星国际更好，就找机会都换成复星国际了，非常佩服复星国际的投资能力，复星国际间接持有复星医药，而且 PB 很低，才不到 0.7 倍。

在国际上，与复星国际最像的公司就是伯克希尔和通用电气了，当然它们现在有一部分业务越来越像凯雷。在研究伯克希尔的成长史时发现，伯克希尔最主要的一个特点，就是根据环境的变化，公司的投资特点也在变化，而且在中后期试投的行动在增多，复星也是这样，它们会尝试投资，我要提升自己对这个行业的理解能力圈，就先买一个小公司。从后往前看，复星医药对重庆药友的并购其实是为了并购国药控股而进行的尝试性投资，在这些方面，复星国际比同类的投资公司要细致很多。

《红周刊》：“复星医药开始觉得便宜，后面还有硬菜”，这个“硬菜”指什么？

王卓玮：复星医药一直被市场当作医药版的 PE 公司来处理，但研究发现近几年公司的研发投入并不比以研发见长的医药公司少，后期公司直接研发平台的制药业务有望开始贡献利润。公司研发业务主要由四个平台组成，以单抗肿瘤药、高难度仿制药等方向为主，离公司的主业较近，这些研发之前是有积累的。公司今年并购了 5 家医院，其中有 4 家医院都在积极强化肿瘤科室。而且复星的历史表明，投资没有收到效果的案例很少。中国医药研发与西方有一个区别，西方国家是创新药研发，失败概率很高；但中国是仿制性研发，这样成功率就大很多，这方面和电影行业不同。

《红周刊》：总结一下，投资复星医药前您都做了哪些研究工作？

王卓玮：第一、除了分红之类，公司的公告都看了。董事会决议这些信息一般被忽视，我觉得很重要，公司很多大事都是通过这个渠道公示的。比如之前有个地产公司，缺钱的一个表现就是董事会决议里担保贷款的数量越来越多。第二，建议多看行业相关书籍。医药行业推荐一本书叫《塑造工业时代》，这本书是哈佛大学历史学和经济学的双料教授写的，讲医药

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的发展史。作者总结医药行业历史之后发现一个问题，每一个医药公司都在多元化道路上出现过错误，最后这些医药公司的生存之路是将相当一部分的资金投资到一个子领域上，在这个子领域树立起绝对壁垒。看这样一本书比看七八十篇报告收获还多。第三，找到行业内的人聊天，北京有很多相关的讲座值得去听。第四，搜集相关数据，一定要自己写报告；比如电影行业，我搜集到几个数据，如中国电影的平均观影年龄是 21 岁，很年轻的群体，这样的观众喜欢的电影和很多成熟市场观众的喜好是很不一样的；中国票房高的几个大片，三四线城市的贡献率非常高，《泰囧》达到 40%……这些数据有的是在另一个行业中发现的，这样的碎片多了，就会有不同的看法。第五，多听负面信息，很多人投资的最大问题是，对于一只股票，他自己最后只认同自己的观点，停止了自我修正和升级。

《红周刊》：遇到买入被套或者长期不涨的问题时怎么考虑？

王卓玮：通常在买入一两个月出现这样被套的问题时，就会怀疑是不是自己买错了，从而重新研究公司，验证自己的结论。

右手牵光线传媒经历

《红周刊》：谈到电影，谈谈光线传媒这个"灰姑娘"又是怎样牵手的？

王卓玮：关注光线传媒是在 2012 年 7 月，一共去了十来次，去第一次之后就决定买入了，之前一直在关注华谊兄弟，比较喜欢这个公司，但是估值较贵。华谊发挥了草根派的优势，光线则抓住了学院派的机会。影视行业非常看重几个核心管理层之间的合作，以及公司的气质、领导人的性格和价值观等。我买入时，光线当时价格比华谊合适很多。另外，我那时很有把握光线的电视剧业务和电视节目业务量在 2013 年会翻倍，这样在 PB 为 2.5 倍左右时，公司的财务报表不会难看。

《红周刊》：2012 年买入光线传媒时公司 PB 为 2.5 倍左右，而您认为，"采取合理的重估，PB 还有可能降低"，这个重估指什么？

王卓玮：2012 年光线传媒有三个并购案，我重点研究了天神互动的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资案，这让我对公司的投资业务偏好和风格有了新认识。传媒行业的并购有一个重点，是要找到和自身很“投缘”的人，这个“投缘”是指两方在一起合作效率最高。从案例中我发现光线并购系统很不错，所以它们的并购质量非常好，这在传媒行业中不多见。

预计光线传媒2014年动漫电影中占比是排第一的，在子行业中算是调整较大的了，美国动漫行业票房占比15%，日本更高，中国目前是6%～7%。动漫是传媒行业中和互联网结合度最好的，光线如果真正了解了动漫行业，那么对于互联网的了解会好很多，相对大多数传媒影视类公司来说，这步棋很好。动漫电影对公司的整体盈利情况短期起不到什么作用，因为占比很小，但是能看到管理者的思维。

《红周刊》：目前对文化传媒和医药行业的看法是怎样的？

王卓玮：传媒行业市场分化特别明显，A股、港股、美股不同市场的种类和估值都差别很大，A股的传媒股以影视传媒类为主，美股是以TMT为主，中国香港是以传统的传媒行业为主，广告公司在香港上市比较多。TMT的难点在于，由于公司是商业模式和快速迭代，你的研究也需要随之快速迭代。对于投资者来说，要想抓住超级成长股，之前的美股市场是一个比较好的选择。因为对于这几个市场，我更看好TMT行业的成长性。影视行业重点竞争对手未来很可能是一些TMT类公司，比如影视公司的真正竞争对手是优酷和爱奇艺，后者的竞争对手是奇虎360，这主要是因为很多媒体入口的转换媒介掌握在奇虎360手里。

对于医药行业而言，仅就我熟悉的领域来说，比如医药物流行业产业集中度会越来越高，物流行业是一个规模集中度很明显的领域，中间商的特点是要跟上下游的公司规模差不多，药品很多要求规范较高，比如有些药需要冷冻、不能颠簸等，集中度提高将长期有利于龙头公司。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013年11月30日第70期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

@释老毛

无为而治　不劳而获



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在冬日午后的一个咖啡馆，我见到了在雪球网具有极高人气的股友释老毛。他是一名消瘦斯文的70后，虽然已经三十多岁，但看上去像80后，眼睛里还时不时闪动一丝孩童般狡黠的光芒。他笑称，自己只是个业余投资人，没什么可值得采访的，人生经历平平淡淡，不像有的股友有苦大仇深的童年、屌丝逆袭的精彩、几起几落的悲壮、叱咤风云的传奇。他出生在一个北方的小城市，上大学、读研，读研阶段导师认为他有点小聪明，就建议他继续深造，于是一口气读完了博士，选择了一所大学做了教师。

作为一名70后，他戏称70后是中国最幸运的一代人：出生之际，正赶上"文革"结束；20世纪80年代上小学，没赶上大书包、补课班；20世纪90年代上中学大学，没赶上大学扩招泡沫；2000～2005年，就业创业安家置业，赶上入世后黄金十年，刚买完房就让这代人享受了资产泡沫的魅力；2005年之后，手头开始有积蓄的时候，又赶上了股市罕见的长熊，能够在A股难得的底部从容建仓……作为学者和教师，时间比较自由，理论要和实践结合，要接地气，于是运用自己的专业知识，他还是业界小有名气的专业人士，参与过公司改制，做过独立董事，甚至还与人合伙创业办过公司，现在已经成长为某细分市场的龙头，不过他自认为不是帅才，也不是将才，根据性格和兴趣只适合做做军师、幕僚的角色。现在基本上一周用一两天处理工作事务，其他时间就是个深度宅男，除了出门旅游、出差之外，就是闭门读书、思考、写作、投资，厌恶奢侈品消费和无聊应酬，过着苦行僧一样简单而乏味的生活。

"除了投资回报赶不上巴菲特，生活倒是越来越价值投资了，"释老毛自嘲道。既有学术训练形成的科学思维方法，又有创业投资的实业经历，独特的个人经验形成了自己稳定成熟的投资系统，释老毛说，"就让我们聊聊投资系统吧！"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对话释老毛

个人经历铸就投资系统

《红周刊》：老毛，您的网络ID叫“释老毛”，这个名字很奇怪啊？

释老毛：呵呵，其实这个网名注册的时候是想到了自己比较推崇的三位东方思想家，就各取了一个字。“释”是释迦，“老”是老聃，“毛”是毛泽东，自己喜欢研读，他们的哲学思想对我的价值观和投资系统也有深刻的影响。

释迦之学，万法皆空，诸法无我，如果实体生活都是梦幻泡影，那么股市更是影子的影子，何必要沉迷于股价的波动，看透了股市，才能远离市场幻影。

老聃之学，上善若水，包含了股市投资的要义，就是我构成投资系统灵魂的八个字“无为而治，不劳而获”。

毛泽东之学，告诉我们，做什么事都必须独立思考，任何普遍真理都要和中国具体实践相结合。

《红周刊》：做实业的经历对您投资系统形成了什么影响？

释老毛：做过实业和没做过实业的投资人，股票投资的思维可能是截然不同的。投资的本质就是一句话“买股票就是买企业”，而对这句话，有实业经历的人体会可能更深刻。我个人体会有三点：

第一，做实业不相信故事，股市爱讲故事、爱听故事、爱预期未来、爱画饼充饥，做过实业就知道，这世界上99%的故事其实都是故事而已，中国在一切非垄断领域的竞争都是异常残酷和激烈的，马云、周鸿祎这些企业家的胜出，既有运气成分，也有个人特质，都是些特殊材料做成的人啊。

第二，做实业更重视现金流，“cash flow”就是生命线，账上没有现金，发不出工资，公司说倒就倒了，你和讨债的员工、供应商谈愿景、谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梦想，只能说脑子进水了，李嘉诚、巴菲特都是现金管理的大师，所以才能成为商海的不倒翁。

第三，做实业更重视分红，我认为最好的退出方式就是分红，我们合伙办的公司靠分红就把本金收回了，这才叫投资！PE、VC 靠 IPO、靠并购退出，本质也是搏二级市场的傻来赚钱，如果 IPO 永远不开闸，你的投资怎么收回成本？

《红周刊》：投资系统为什么非常重要？

释老毛：悠悠万事，唯此为大。在股市上赚多少钱不重要，活得久才重要。一个投资者要想在股市上生存下来，必须建立一套属于自己的投资系统并严格执行，否则就算押中一两只大牛股赚了钱，最终几轮牛熊交替下来也迟早被市场消灭。很多股民根本分不清投资和赌博，以为抓住只大牛股就是投资，跟风别人投大牛股就是投资，这其实都是赌博，因为这种投资成功是不可持续的，也是不可复制的，本质上与买彩票没有区别，彩民中一次奖的收益率可能远远超过投资，但继续买下去，彩民们最终大多数必然是亏钱的。

从概率上讲，任何时期市场风格轮换都会跑出一些牛股，牛股总会把它的投资者和鼓吹者塑造为这个时段的股神，例如今年的创业板牛气冲天，抓住牛股的投资者都以为股神附体了。如果一个人号称能抓住大牛股，但你的系统别人却无法复制，那这种“股神”不是概率上的幸运儿，就是满嘴跑火车的大忽悠。

巴菲特的成功不在于他能抓住大牛股，而在于他的价值投资系统能保证他能够几十年持续稳定地赚钱，这才是真股神！巴菲特年化回报才 29%，伯克希尔年化回报不过 22%，最后却成了首富，“Fast is slow！”真股神必然有一套成熟的投资系统，他的成功是可持续、可复制的，例如巴菲特在 1984 年哥伦比亚大学演讲“格雷厄姆—多德都市的超级投资者们”论述过这个道理，价值投资系统保证了从格雷厄姆到巴菲特等一大批投资人几十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来持续跑赢市场。

《红周刊》：投资系统这么重要啊，能分享一下您的投资系统吗？

释老毛：投资系统有很多种，有价值投资、成长投资、趋势投资、技术分析，还有把成长和趋势结合起来的欧奈尔 Canslim 系统，太多了，其实每一种都有其有效性和局限性，关键是投资者必须建立一套自己真正信服的系统并严格执行，否则朝三暮四，追逐热点，随着市场风格变化而变化，市场炒小盘股时变成了彼得·林奇，市场炒蓝筹时又天天念叨巴菲特，这是投资者不成熟的表现，没有自己的投资系统的股民，最后会沦为被市场屠杀的群羊。

其实，我不是一个原教旨的价值投资者。我的投资系统比较杂，融合了很多自己的经验，这么多年来一直在思考、摸索、完善自己的投资系统。总体受两方面影响比较大，一个是奥地利经济学派，主要影响宏观面的看法，另一个是巴菲特的价值投资，另外还掺杂了部分趋势投资的方法，根据中国的实践做了点修正。我的投资系统分为宏观、中观、微观三个层面，每个层面都有一些投资要点。

宏观层面——改革出牛市

《红周刊》：奥地利经济学派对您宏观面的影响是什么？

释老毛：奥地利经济学派源自我上学读书时的兴趣所在，它是一种右翼经济学思想，最有名的是 20 世纪 20 年代米塞斯、哈耶克为主的奥地利学派和左翼经济学家发生过一次大论战，当时的背景是苏联的“一五计划”很成功，但是西方世界遭遇了大萧条，以至于大量经济学家认为计划经济比市场经济更优越。奥地利学派指出，计划经济纸面上看很成功，但背后其实是资源配置的无效，致命的缺陷一个是信息的问题，一个是激励的问题，而唯一的解决方法就是市场机制！经历 100 多年的验证，奥地利学派最后完胜，人们看到了计划经济背后的真相。奥派学者哈耶克以货币为着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眼点提出的宏观经济周期理论，对我理解宏观面很有帮助，有奥派学者用经济周期理论预测了2008年美国次贷危机，也可以用这个分析框架来解释我国4万亿后的宏观经济状态。

《红周刊》：价值投资者到底用不用关注宏观经济?

释老毛：这个问题我也一直在思考，还没有一个最终的答案。巴菲特和其他价值投资者都说过，投资不用看宏观经济，只看企业就够了。我感觉巴菲特说不要看宏观的意思，是不要对宏观经济进行预测，因为宏观经济因素太多、太复杂，根本无法预测，预测宏观经济就是算命。但是巴菲特并不是不关注宏观经济，恰恰相反，巴菲特对宏观面有惊人的洞察力，这从他的债券投资、白银投资可以看出来，巴菲特也是提前几年就对次贷危机发出警告。当然宏观面分析最牛的投资家还是罗杰斯，连巴菲特也称赞他“宏观大势把握能力无人能及”，判断出大宗商品十年牛市，在他的自传里把美国经济学教授和财经政要贬得一塌糊涂，这个人天分极高，他的眼光和能力很难被复制。

在我的体系里，宏观面的关注是必要的。中国证券市场周期股占比较大，单从微观的企业报表中不一定能看出问题，绝大部分成长股都是借着大景气高峰在表演，真正超越周期的股票凤毛麟角。宏观经济一不景气，很多所谓成长股、价值股都变成了成长陷阱、价值陷阱，跌下来是找不到底的。2007年钢铁、水泥、有色、航运、汽车等都被市场当作成长股，2008年宏观经济步入下行周期，公司财报马上变脸，例如ST远洋从高成长甚至亏损戴帽。

《红周刊》：您投资主要关注宏观经济的哪些因素呢?

释老毛：宏观面因素太多，面面俱到就是面面不到，必须抓主要矛盾，我比较关注的是一个跟投资相关的脉络，就是货币。通货膨胀和经济不景气都是一个动态的传导过程：通胀的源头是货币超发，物价上涨后面的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系列现象是结果。流动性过剩、实际的负利率，会对所有市场主体发出错误的价格信号，最后做出错误的投资决策，企业把大量资金投入到低效率的大型工程上，居民把钱投入到黄金、房子、和田玉、普洱茶等实物资产上，所以会造成大量的无效资源配置，表现为经济过热，经济过热带来的物价上涨压力会逼迫央行不得不加息，大量的错误投资风险暴露，经济进入下行周期。宏观经济不景气不是一个普跌的过程，而是一个漫长的传导周期，从最脆弱的中游制造业（钢铁、水泥）传导到上游的资源业（煤炭、铁矿石），最终会传导到下游的消费业（零售、家电、酒业）。2012 年年初，我在雪球网上有一个判断“今年专杀消费股”，一是基金热捧大消费概念把估值推高；二是宏观经济不景气传导到消费终端了，2011 年是中游的周期性制造业业绩大变脸，2012 年传导到了大众消费股，零售、家电、体育服饰纷纷变脸，然后继续深化扩展到了消费股的最后堡垒——奢侈品，就算没有八项规定，茅台 2013 年也会是个小年。所以，没有真正的非周期股，没有行业能避开周期，只是传导周期和先后次序不同。

股市走熊还是走牛，从长期来说是实体面决定的，中期是资金面决定的，短期是心理面决定的，股市是无数参与者的布朗运动，短期市场根本无法预测，能判断的只能是长期趋势。经济周期理论告诉我们，什么情况下会出现大牛市。我认为，从历史经验来看，真正的长期牛市唯一的基础就是实体面经济健康成长，体现在股市上就是每股利润稳定持续增长，从而催生出一个长期慢牛。经济健康成长在宏观面上最重要的一个支持就是币值预期稳定。关于通胀和牛市的关系，投资界争论很激烈。“通胀无牛市”最早是巴菲特说的，很多人不以为然，因为逻辑上通胀导致资产膨胀、资产膨胀推升股价上涨，但我认为巴菲特实际上是正确的。长期来看股票和债券区别不大，通胀会使股息实际购买力缩水，对应的资产价格其实应该降低。2007 年是一个典型的通胀局面，基本面上我们会清晰观察到，制造业的人工、原材料、资金成本越来越高，但终端产品的定价能力不足以克服通胀造成的成本压力，利润减少乃至亏损，最终调整必然来临，继而向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上下游传导。

通胀无牛市，巴菲特是对的！从2008年到现在，A股已经是5年长熊，很多人理解不了，这一轮大熊市除了是对2007年牛市泡沫的价值回归之外，还有一个深刻的根源就是2008年年底的4万亿政策。为救市4万亿释放流动性，打乱了所有市场主体的预期，市场的纠错功能和配置资源功能极度紊乱，为了抑制通胀，央行不是加息而是采取了提高准备金的数量收缩型手段，导致了官方利率和民间利率的双轨制，价格信号进一步紊乱：一方面，官方低利率导致央企和地方政府投资冲动，地方平台贷问题引发焦虑，产能过剩进一步加剧；另一方面，民间高利率导致高利贷横行，地下钱庄、影子银行问题突出。这些问题虽然有些是市场反应过度，但始终压制着牛市的来临。因此，通胀无牛市，2009年不是牛市，而是流动性推动的一次熊市反弹，反弹过后就是一地鸡毛。

就我个人而言，2007年清仓离场之后，2008年从3000点就开始建仓，因为从历史数据看3000点时A股被腰斩已经进入合理估值区域，当时还是投资经验不足，结果分批建仓，从3000点一路抄底抄到2000点，没想到最后市场竟跌到令人难忘的1664点！2008年是我投资史上亏损最严重的一年，市值缩水了28%，教训极为深刻，幸好2009年市值将近翻了一番，算是对勇敢者的补偿吧。2009年年底我又一次基本清仓了，因为我骨子里就不相信靠印钞票能诞生什么真正的牛市，这是奥地利学派思想的胜利！

通胀无牛市，不光适用于中国A股，美国奥巴马政府实际上也在玩同样的金钱游戏，QE政策就是饮鸩止渴，罗杰斯一直在猛烈抨击美联储，卡拉曼今年有一篇最新的文章，说美股的欣欣向荣主要源于宽松政策，而美国中等收入家庭的实际收入已经回降到1995年的水平，对投资者来说，最危险的组合永远是脆弱的实体经济加上膨胀的金融市场。卡拉曼的判断和我是基本一致的，虽然道琼斯创了新高，但QE迟早有一天会被迫退出，美股的未来并不乐观。凯恩斯主义曾经在美国20世纪70年代造成了经济滞胀和道琼斯十年长熊。从本质上讲，任何奉行凯恩斯主义的左翼政府都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可能孕育真正的牛市。

《红周刊》：现在牛市已起步，这是您最新的观点吗？

释老毛：如果以年为计算单位，从长周期上判断，这个观点是成立的。长期牛市是每股利润稳定增长决定的，那么是什么决定企业的每股利润在增长？归根到底是人，是人的奋斗，财富增长是靠人创造出来的，即奥地利经济学家熊彼特提出的企业家精神。而人的行为是受到制度环境约束和激励的，只有在一定制度条件下，企业家精神才会被激活，让创造财富的源泉充分涌流。这个制度环境包括私有财产不受侵犯、交易自由、营业自由、司法独立审判、把权力关进笼子里等。制度经济学总结历史种种例子证明，财富增长的根源不是自然资源、人口、金钱等因素，归根到底是制度环境决定的，日本、韩国及中国香港、中国台湾，人口密度和资源匮乏超过中国内地，但依然创造了东亚经济奇迹，很多国家资源丰富，但制度的落后导致人民赤贫。改革开放30年中国财富井喷就是因为中国人体内的企业家精神被唤醒了，从这个角度来看，邓小平先生是真正的现代化中国的开拓者，是复兴中华民族的历史伟人！从这一届领导人的成长经历和和执政理念来看，是一届尊重市场的政府，是一届改革的政府，是一届实干的政府。十八届三中全会，改革的力度、深度、广度、完全超预期，而且有专门的领导机构，有时间表。截止目前两个月，各个部门都在加速改革，比如注册制、优先股、自贸区、农地流转……毫无疑问，减税、放权、放松管制，只要让市场发挥决定性作用，改革红利最终必然反映到企业的盈利上，而股价就是利润的影子。回顾一下美国20世纪80年代启动的持续近20年的超级大牛市，道琼斯从875点起步一路涨到了11700多点，仅指数就涨了十多倍，支撑长期牛市的基础就是20世纪80年代初的里根革命，里根革命把美国从凯恩斯主义统治的滞胀时代解脱出来，秘方就是减税、减少政府支出、放松管制、尊重市场，和我国现在媒体热捧的李克强经济学有异曲同工之妙。

除了宏观经济之外，目前证券市场改革也在为一个健康的牛市打下基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础。注册制之后上市公司结构会发生革命性变化，大多数没有真实业绩支撑的股票将落花流水，成熟市场的小盘股对蓝筹股是折价而不是溢价。基于保值增值的压力，我们的养老金、保险资金、社保基金等大型机构资金大规模引进股市，是迟早的问题，优先股的推出就是一个例子，市场的资金结构也将发生深刻变化，未来的市场主宰，不再是游资、庄家、散户，而是产业资本、社保、险资、基金的巨无霸游戏。这些动辄百亿千亿级别的资金，其本质要求是安全性和流通性，小盘股根本无法满足条件，能寻找的标的只能是估值低廉、进出方便的大蓝筹。注册制改革是一个历史转折期，A 股将完成成人礼，与所有成熟市场一样，散户市最终转变为机构市。

从估值看，沪深 300 仅 10 倍市盈率，中国经济增长率 7%，这在全球都属于价值低估资产，牛市是有底气的。道琼斯都 15 倍市盈率了，现在国内蓝筹股相对于国际蓝筹股是低估的，如果未来国际板推出，资本项目下汇兑自由化，资金如水，水往低处流，也只会在估值上提升而不是打压 A 股蓝筹。A 股市场化改革如果成功，未来必然是蓝筹之天下。

总之，通胀无牛市，改革出牛市。牛市是必然的，不确定的只是时间问题，可能是两年，可能是半载，甚至可能我们现在已经处在牛市之中了，只是我们后知后觉而已，呵呵，我的股票账户市值近期创出新高，不知道算不算信号。

中观层面——笨象会起舞

《红周刊》：中观层面看什么？

释老毛：中观层面看行业，在中国投资行业其实很重要，有的行业天生高富帅，有的行业天生贫弱，行业选对了就成功了一半。我主要看两个指标：

一看行业成长空间。最好的投资是“小市值 + 大行业空间”，再加上富于进取的管理团队，就能够迅速抢夺市场份额，推动利润高速成长，这才是成长股的逻辑，例如腾讯、奇虎、金螳螂、格力、早期的苏宁等，都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股投资的典范。最好的成长股投资就是企业从小到大、从普通到龙头，行业从分散到集中的过程。但是这样的投资机会就像沙里淘金，选股很难，因为当大家都是小公司的时候，没有人知道哪家会胜出，都是在赌未来，就像一群幼儿园小朋友，谁能预见到哪个会成为未来的国家领导人？别说普通散户，有时候连老板都没信心，李彦宏曾经差点把百度卖给湖南卫视。当大家都看出来谁会胜出的时候，黑马就变成白马啦！

但是注意，A股有很多伪小市值股，我把有些创业板公司叫“巨型婴儿”，表面上看着市值小，但是可能永远那么小，很难长大，因为其所处的细分市场本身空间就很小，一出生就到天花板了。大和小是相对的，一克重的蚂蚁已经超大了，一吨重的小象还是婴儿。例如银行股，表面上看上千亿市值，实际上银行业是没有天花板的行业，只要经济体GDP增长，货币量相应增长，银行股的利润和市值就会伴随成长。

二看行业竞争格局。如果不是野蛮成长的市场，最好的竞争格局是寡头垄断，例如可口可乐和百事、蒙牛和伊利、茅台和五粮液等都是双寡头市场，独家垄断一般很难，会面临反垄断诉讼，而过度分散的市场格局，随时能打起价格战，投资者的利润没有任何确定性。

光寡头垄断还不够，还要分析这种寡头格局能否转化为企业利润。这个我一般是用“波特五力”框架分析：新竞争对手入侵、替代品的威胁、买方议价能力、卖方议价能力、现存竞争者的竞争。例如，几年前一则高铁时速500公里实验的新闻使我关注过中国南车，我把南车和格力两个制造业公司比较了一下，发现虽然高铁双雄、南北双车是寡头竞争，高铁技术也是中华骄傲，但很难说服我的是三个指标：毛利率、负债率、ROE，我还是从股票池里排除南车。因为：①铁道部兼大客户和大股东，南车市场份额再高也没有议价权；②大量资本支出，技术研发投入到更新换代和安全保障上；③国企高杠杆，却支持不高的ROE，说明它创造价值的能力有限。我的结论是，南车创造的价值基本上有以下几方面的消耗：①被铁道部（大客户）消耗；②为银行（债权人）打工；③内部人（管理层）消费；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

④为科技进步（研发）做贡献。最终真正能被小股东享有的回报微乎其微。而格力电器的“护城河”是规模效应带来的成本优势，竞争者可以造空调，但能迅速拥有那么大规模吗？能拥有对上下游的议价权吗？大规模带来议价权，议价权形成低成本，低成本＋低毛利率形成家电业坚不可摧的行业壁垒。能自由占用上下游资金，无息负债率高，这就是议价权和低成本的体现。在低毛利率之下，志高等其他企业亏损退出而格力却能保持高 ROE，这是格力在家电市场贴身肉搏几十年形成的产业链优势。所以我说格力的“护城河”不亚于茅台而高于张裕。事后几年证明，格力的利润增长和股价表现远远优于南车。

《红周刊》：哪些行业符合您的逻辑？

释老毛：从中观来讲，我在 A 股最喜欢的行业是金融和白酒，中概股主要投的是网游，这三个行业的现金流在所有行业中差不多是最优的。从格局来讲，银行、白酒、网游都是寡头竞争，新的竞争者很难打入，颠覆性的替代品也很难产生，下游客户黏性极强，拥有一定的议价权。这都是天生的大利投资的好行业啊！

《红周刊》：白酒行业这两年似乎不太景气啊？

释老毛：今年白酒行业危机，高端白酒虽然成长空间有限了，由于八项规定，“三公”消费、政商消费都在萎缩，未来烈性酒消费也不会快速成长，但是茅台、五粮液双龙头长远看还是会很滋润的，高端白酒已经形成了双寡头格局，茅台、五粮液占白酒市场的比例还很小，茅台、五粮液能抢二线白酒的份额，而二线白酒很难动它们的奶酪。

酒类是长周期行业，绝不是弱周期行业，1998 ~ 2003 年的行业低谷期照样惨不忍睹，2003 ~ 2012 年高端白酒的高歌猛进受益于消费升级和权贵经济的双轮驱动。长周期不易观察和捕捉，只要有供求关系，万事万物都有周期轮回，这就是自由经济的代价，这就是市场经济的业力。白酒的一个周期就是近十年，而我们的研究员、分析师们入职才几年啊，十年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前基本都是一帮毛头学生在校园里忙着期末考试呢。以其有限的个人经历对长周期行业的观察和把握，不啻是盲人摸象。所以这些分析师四处调研、搜集数据，辛辛苦苦出具的报告，只能是精确的错误，而绝不可能达到模糊的正确。观察长周期行业，必须有一种大历史的眼光，一种穿越周期的洞察力。我2012年在雪球上发布过一个“茅庐计划”，敢在250元以上公开看空茅台，敢在120元公开宣称可以重仓茅台，这个胆力来自于眼力。

《红周刊》：银行业在很多投资者眼中不算成长股？

释老毛：那是误解，可以统计一下银行股上市以来的增长数据，肯定会让你大跌眼镜。什么叫成长？很多伪成长股，靠并购、靠卖资产、靠非正常性损益获得的爆发性增长，都是玩弄财务游戏。从长期来看，很少有哪个行业能与银行业的成长性相媲美，特别是在中国经济腾飞期这个历史背景下。社会资金始终处于供不应求的状态，经营资金是门好生意。中国银行业与美国银行业不同，简单类比没有说服力，美国是联邦制，银行业是高度分散的城市银行体制，中小银行几万家，行业集中度不高，而且美国金融体制主要是直接金融而不是间接金融；中国的银行业恰恰相反，我国的银行在计划经济时代就完成了行业集中度，优质的渠道、优质的客户、优质的金融资源，几乎全在银行体系内。

《红周刊》：近一年半金融指数没有上涨，而创业板翻番，如果市场有效的话，该怎么解释这个现象？

释老毛：呵呵，市场怎么会有效呢？大笨象也有狂舞的时候，金融股在2007年是有泡沫的，当时招商银行被炒到将近10倍PB，像现在的创业板，这几年的低迷是对上一轮牛市泡沫破裂痛苦的条件反射。如果市场有效，那么10倍PB的招行和1倍PB的招行，哪个报价是正确的？

我2009年清仓后，在2011年看到招行跌破10倍PE，分红率将近4%，股价已经非常诱人，忍不住布局重新建仓银行股，我认为这个价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经封杀下跌的空间，因为分红率已经超过了同期定存利息，长线资金完全可以进入。后来没想到股价的下跌和利润的增长，银行股竟然到了5倍PE，就像当时郭树清主席说的，银行股具备惊人的投资价值。这真是A股的天赐良机，2012年下半年我甚至把254元的茅台清仓换成了1倍PB的招商银行。当时这个决策在雪球网公布后被很多“茅粉儿”鄙视，认为是铲掉鲜花，灌溉野草，但事实证明丑到极处，便是美到极处。到这个时候股价波动其实已经与投资者无关了，因为光分红收息就有5%以上的现金回报。

《红周刊》：银行股价不涨总有它的市场原因吧，是不是有报表之外的风险?

释老毛：为了满足《巴塞尔协议Ⅲ》的银行股融资潮结束之后，基本面主要就是三个忧虑：金融脱媒、利率市场化、大规模坏账风险。如果认真分析会发现，这些问题并不真正存在，或者被市场先生想象得过于严重，从而出现了空前的安全边际，这时价值投资者应当果断出手。所谓风险，都在谈论的就不是风险，风险永远是意想不到的黑天鹅。

第一，金融脱媒。

（1）金融脱媒是一个长期的过程，银行不会有剧烈的冲击。

（2）企业全都直接发债、发股，根本不现实，在我国不可能取代银行贷款。投资者个人的风险辨别能力太差、群体性风险太高、政府不可能完全放手，制约了直接融资的发展。由专业化的银行充当资金中介，代替存款人鉴别风险、配置资产、收取差价，银行盈利合理合法、天经地义，这一商业模式已经存在千万年，永远是人类不可缺少的行业。

（3）金融脱媒也脱离不了银行业，银行已经成为所有金融业的基础。股民炒股买基金，账户也是开在银行托管，企业发债、发股，资金也是存放在银行账户里，不可能放在企业自己的保险箱里。就算金融脱媒了，银行也不会资金短缺、业务萎缩，反而增加了新的盈利渠道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，利率市场化。

（1）利率市场化是一个长期的过程。很多舆论炒作主要是借鉴了美国利率市场化的结果导致金融危机，美国金融业历史上就是直接融资为主，很多因素不可比，与日本、德国各个国家的利率市场化进程相比，就会发现，利率市场化未必导致银行业衰落。

（2）利率市场化实际早已开始，是隐形市场化，利率市场化是银行竞争自发导致的，根本不是政府推动的结果。存款是通过理财产品市场化的，贷款是通过高利贷和回扣佣金市场化，从历史来看，银行的盈利能力没受到大的损害。

（3）为什么利率市场化不会导致银行业衰落？这是资金这一特殊商品的供求关系决定的。在中国的资金市场上，作为供给方的银行已经完成了行业集中，形成寡头竞争局面，而不是价格混战，金融业政府对风险非常敏感，也不容忍出现大问题；而作为需求方的分散在各个行业的企业和个人，除了个别大企业，对银行的议价能力有限。

第三，大规模坏账风险。

（1）地方政府平台贷。2011年热炒，现在已经基本解决，优质贷款，没有违约风险。地方政府手里有土地、矿产、地方国企的股权。中国政府债务低于GDP占比60%警戒线，从占GDP比例来看，日本政府债务230%、美国联邦政府债务84%，中国政府的资产负债表在全世界不是最健康的，也差不多了！地方债的问题本质上是中央和地方的事权财权不匹配，导致片面依赖土地和举债，平台贷现在的问题是偿付期集中到来，产生现金流紧张，久期配好就行了，如果像美国一样建立一个良性的债务循环机制，哪怕再提高点负债率其实都没有大问题。

（2）房地产贷款。一是个人买房的按揭贷款，这个不用说，个人消费贷款在世界各地都属于最优质的资产，香港1997年金融危机，房价下跌了70%左右，都没多少人断供，内地又没有个人破产制度，债务是要背一辈子的，死了也要从遗产里扣除。二是房地产企业的开发贷，这个很多银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行都警惕和限制了，其实大房企破产可能性不大，像绿城集团一样，现金流断了大不了被更大的房企收购兼并，因为土地存货和制造业存货不一样，行业兼并不会导致银行债权损失。冲击即便有，也非常小，处于银行预期和控制之内。

（3）大型国企贷款。这个有风险，但是隐蔽的，大国企有政府背书，破产的可能性极小，大规模倒闭狂潮的可能性几乎为零。美国也一样，关键时刻政府必须出手救大企业。但优质的银行已经警惕这个风险，控制规模而转向小微贷。

（4）小微贷。经济危机时，中小企业受冲击是最大的，大企业是盈亏问题，小企业是死活问题。小微贷是不是会成为危险的坏账之源呢？答案也是否定的，否则民生、招行就不去纷纷转型进入这一领域了。有大数法则在，坏账风险被高利率补偿了，所以这就是合法的高利贷，暴利行业。

《红周刊》：银行面临市场化、民营化的冲击，会不会再由集中到分散？

释老毛：这些冲击不会影响到寡头竞争格局的核心，金融市场的蛋糕实在太大了，其实除了上市的十几家全国性银行之外，早就有大量的城商行、村镇银行、信用社、小贷公司作为补充了。银行最核心因素是信用，民营企业允许办银行，你会不会因为一点优惠，把自己的存款转移到一个不知名的民营银行中？苏宁等企业搞民营银行不可能搅动现在的格局，只是一种不同层级的互补。除了信用之外还有网点，普通老百姓存银行，第一考虑是安全，第二是方便。大银行苦心经营这么多年，网点就是行业壁垒，现在民生银行都把网点开到小区里去了，新银行没有太大空间。民营企业开办银行，恰恰证明银行是门产业资本看好的生意，但新银行很难撼动老银行既有的信用优势和网点优势。

《红周刊》：互联网金融呢，淘宝对于实体店的冲击，一开始也存在信用的担忧，但现在不也是大势所趋？余额宝等互联网金融会不会打破银行优势？

释老毛：你说得对，互联网金融会产生很大冲击，但我认为最多是个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补充，很多所谓互联网金融都是小贷公司搞个网页而已，打着高科技创新的幌子搞一些违规操作。余额宝这样的产品以前在美国也存在过，其实余额宝就是一款网上销售的货币基金，只不过是借助阿里的平台一下子规模爆发性增长。

第一，所有互联网金融目前最成功的就是余额宝，这个成功不是余额宝的成功，本质是阿里平台的成功。但是这样的平台还有第二家吗？中国的互联网平台，掰着指头都能数出来，无非就是阿里、百度、腾讯，再加一个奋斗中的360，就算都做互联网金融成功了，能形成百花齐放、万马奔腾的局面吗？不可能，银行活期存款总额40万亿，其中储蓄存款活期约16万亿，企业活期存款约24万亿，每年以10%以上的速度增长。余额宝一年做到1 000亿，实际上在整体活期存款额中占比是微乎其微的，有实力进来分蛋糕的人是有限的。

第二，余额宝这样的互联网金融产品能够赚钱，是中国利率还没有充分市场化的产物。余额宝之所以成功，是因为我国目前存贷款业务的资产端是放开的，民间利率不超过法定利率4倍都是合法的，但是在负债端，利率仍是锁定的，这就导致居民的存款利率相对偏低，余额宝就是钻了这个空子，以稍高于银行活期的利率吸引存款，然后通过配置债券、国债回购等货币市场操作获得息差，真正利率市场化之后，这个优势将消失。美国互联网金融冲击很小，根源就在于美国已经实现了利率市场化。

第三，在资产端，余额宝本质是货币基金，资金投向是有限的，如果余额宝取代了银行，账上几万亿体量的资金怎么能进行有效的市场操作，实现保值增值？所谓余额宝吸收的资金达到一定规模，自然会增速下降，成本上升，达到边界，完全取代银行是无稽之谈。

第四，马云的定位是很准确的，他不会跟四大行抢大企业客户，未来阿里金融的定位就是“两小”，小微贷主要针对淘宝商铺，这样的定位能冲击传统银行业吗？而且阿里真做存贷款业务，就要按照银行业服从银行监管要求，资本充足率、存贷比、存款准备金、存款保险等监管不可避免，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的约束也会越来越多，同等规则下阿里金融还真未必竞争得过传统银行。

《红周刊》：对金融行业中的保险如何看？

释老毛：中国目前保险深度和保险密度远远低于世界平均水平，行业空间很大，未来“城镇化”和“二胎放开”这两项影响国运的政策，保险是最大的受益股之一。城镇化意味着未来十年可能有几亿农民变成市民，在农村缺乏社会化保险，靠养儿防老的情况下，卖了土地有了钱，金融需求就会爆发出来，市民化之后养老需求、保障需求是最核心的需求，收入越高保险需求越大。“二胎放开”不仅仅是多消费点奶粉、玩具，而是增加了未来的保险对象。保险行业这两年调整比较厉害，一方面是资产端由于严格的行政管制投资回报有限，而且经常遭遇股债双杀；另一方面负债端受利率市场化影响，理财产品的冲击导致保费增长乏力。但从平安今年的半年报和三季报来看，平安的拐点已经非常确定，负债端和资产端都在明显好转。平安的成长性不亚于银行股，综合金控平台发力，在互联网金融领域也是雄心勃勃，这是一家极为进取的公司，它 2008 年犯过的错误实际上也是过于进取导致的。保险业的竞争格局非常清晰，平安金控的胜出是大率事件。

《红周刊》：未来步入养老社会，医药行业符合您的逻辑吗？

释老毛：医药行业空间很大，但是我一直都没怎么投资。第一是我不懂，超出能力圈，专业性太强，不是看财报就能得出结论，决定性的是有没有重磅产品。第二是医药的估值就没有低过，我跟踪过恒瑞医药，研发能力最强的药企，能从“me too”做到“me better”，但股价最低时都在 30 倍 PE。市场给医药股高估值的理由：一个是中美对比，美国资本市场金融、消费、医药是市值最大的板块，美国医药股动不动上万亿市值，中国人口这么多，也一定会出现这样的巨头。其实不然，美国医药公司是面向全世界市场，中国医药公司能研发出那样的重磅产品吗？医药的利润表面上很高，但研发成本也很高，真正的原研药要经过十年的研究实验时间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十亿美金的科研投入，即“双十规则”，最后还有失败风险，中国现在的医药企业哪个能负担起这样的投入和风险？如果没有原研药的“护城河”，生产普药的估值就应该与普通化工企业是一样的，生产维生素跟生产化肥有何区别？一个是讲老龄化的故事，投资者看到老龄化市场空间大，但是没有看到内在的盈利能力以及行业环境的趋势。医药股的政策环境很不利，医改对医药行业打压很厉害，降价，降价，投资者听到这个词儿就头痛！我认为白酒比医药好的地方在于，白酒有自主定价权，银行自由化之后，银行也有自主定价权，医药定价权在政府。以后老龄化程度越高，政府负担越重，越会让企业为国家的医保买单，这个趋势是我担心的。没有自主定价权的企业估值就不应该太高，我喜欢市场化的东西。

《红周刊》：不选择医药等估值较高的行业，是不是也跟您的“双杀是成长股的最终宿命”观点相关？

释老毛：西格尔做过实验，通过百年跨度的追踪，实践证明了股票是长期回报最高的资产，还证明了低市盈率股票回报高于高市盈率股票，他选了IBM和新泽西标准石油两个企业，一个朝阳企业，一个夕阳企业，通过几十年的统计得出结论，低价买入这些传统能源行业，通过分红和股价上涨积累得到回报，比那些高价买入所谓成长股，长期收益率要高很多。另外，所谓高成长也未必高成长，要拿长期数据说话，医药、中小板、创业板的增长率、ROE、现金流未必赶得上银行、白酒、网游。市场先生几年就讲一个新故事，不断变换故事。成长股一旦不能持续增长的话，戴维斯双杀就是最终宿命，三五年的高成长很容易，能几十年持续成长，人类历史上就没有几家这样的企业。

微观层面——价值底买入，趋势顶卖出

《红周刊》：微观面怎么讲？

释老毛：微观就是具体投资策略，我信服的是格雷厄姆和巴菲特的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资，但是在退出策略上有自己的思考。在买入端，我是价值投资，左侧交易，就是三个字——等、选、捂。

《红周刊》：第一是“等”，等什么？

释老毛：等安全边际。

安全边际先用现金流折现（DCF）估值。买股票的本质是买企业，企业本质是现金流。大家定的折现率不同，最后的结果不同，一般是按无风险资金成本来定，比如国债收益率。这个模型中最难的是现金流怎么预期，加上增长率更复杂。DCF 模型只适用于现金流比较稳定、可以预期的公司，主要就是金融、消费、医药企业等。强周期行业未来现金流很难预期，今年赚 10 亿，明年可能亏 20 亿，所以强周期行业不能用 DCF 来估值。按彼得·林奇的说法，强周期行业就是高 PE、低 PB 时买入，低 PE、高 PB 时卖出，高 PE 表明全行业微利或亏损，也表明供给端在去产能，当你观察到需求慢慢恢复时，这个行业就将开始走出低谷，表现为产品量价齐升，比如经过限号政策调整了两年的汽车股，明显可以观察到 SUV 细分市场爆发，诞生了大牛股长城汽车。汽车股我在 2011 年买过江铃 B，后来我才发现犯了个错误，抄底强周期股不应该买优质稳定的企业，而应该买业绩更烂、估值更低的企业，弹性更大，如果我当年买的是长安 B 而不是江铃 B 的话，拿到的收益至少是现在的七八倍，秒杀 A 股长城汽车，这就是低估的魅力，投资的经验值就是这么一点点积累起来的。

安全边际是首先能准确估出企业内在价值，其次是在这个基础上，买入价要打折，也即巴菲特所言“4 毛钱买 1 元的东西”。以企业内在价值的价格买入，只能得到平庸的回报，要想得到卓越的回报就必须打折买。假如茅台今年净利润 150 亿，加上折现率和增长率，毛估茅台未来 20 年 DCF 每股值 300 元，四折就是 120 元，五折 150 元以下就可以倒金字塔式建仓了，如果能在 120 元重仓茅台并长期持有，就像巴菲特的喜诗糖果和可口可乐一样，直接可以拿着养老了，亏损的概率几乎为零，跑赢市场和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数基金是很轻松的。

《红周刊》：要是等不到怎么办，如果茅台永远到不了120元呢？

释老毛：呵呵，只要等，总能等到的，甚至还会超预期。大熊市或者优秀企业遭遇事件性危机的时候，股价都会出现极佳的安全边际，市场情绪的反应永远是矫枉过正的。2008年我也买过茅台，当时设定的建仓线是100元，结果买完之后跌到了80元，当时我记得有财经频道的主播播节目时惊骇得连声都变了，市场如丧考妣，一片哀鸣。市场永远不缺乏机会，几乎隔不了一年就有白送钱的机会，我们能做的就是耐心等待，静静地把钱捡起来。

2008年是一次大机会，我那年买了茅台、格力、招行，还有一些地产股，但遗憾的是三聚氰胺事件后的伊利股份错过了，当时伊利的市值跌得还不如一个楼盘贵，市场预期是伊利破产，但三聚氰胺是全行业的原罪，国家肯定不会让伊利、蒙牛这些行业龙头破产的，我当时设定的建仓线是跌破5元，结果在6元多就止跌，然后一路向上……

2011年也有一次大机会，在B股，当时B股因为国际板传闻莫名其妙地暴跌，我至今还想不通国际板和B股有什么关系。我那年在B股开户，最后建立了一个股票组合，张裕B、丽珠B、江铃B、苏威孚B。除了张裕B踩雷了，其他三只股票在不到两年的时间翻了一倍。目前我把B股集中在张裕B和古井贡B两只酒股上，没有其他原因，便宜就是王道。

2012年的大机会在中概股，我正好去美国出差待了一年，受雪球i美股启发顺便开了美股账户，当时赶上中概股被浑水猎杀得鬼哭神嚎，很多网游股不是跌破净资产而是跌破净现金值，而且这些TMT股回到A股光估值至少就能挪个小数点，谁便宜谁贵，一目了然。虽然不懂科技股没有买到Tesla、奇虎这些大牛股，也不会玩Call和Put，但一年近50%的收益也让我非常满意了。

所以，投资的基本功就是“等”，安全边际的计算很容易，但等到安全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边际很难。巴菲特为了投资可口可乐，隐忍了多年，读了可乐上市以来所有年报，才在“黑色星期五”暴跌之后的1988年等到建仓机会。对于好公司，买入价格的不同决定你的最终收益率是平庸还是辉煌。忍字头上一把刀，司马懿等了十年才等到高平陵之变诛曹爽的机会，才有三国归晋；日本的德川家康更是等了一辈子，才在垂暮之年一统日本，建立德川幕府。这些古人穿越到现代炒股，我相信业绩也不会输于巴菲特的。

《红周刊》：第二是“选”，选什么？

释老毛：选股，选商业模式，也就是选“护城河”。

关于什么是“护城河”，也有争论。我对“护城河”这个概念其实体会不深，我倾向于认为再强大的“护城河”，也必须有安全边际的保护，我不愿为“护城河”支付过高的溢价。巴菲特说他是70%的格雷厄姆和30%的费雪，很多人不信，觉得搞反了，其实不对，巴菲特买喜诗糖果、可口可乐这两家无与伦比的消费垄断型企业，也只肯出到15倍市盈率，这已经是他能接受的估值的极限，绝不是好企业就可以随便买！

根据一般理解，“护城河”包括品牌、专利、网络效应、客户黏性等。例如客户黏性，有人统计过，一个人一生中换银行账户的概率很低；网游股，有的人宁愿离婚也不肯戒除网瘾。商业模式的“护城河”表现为企业强大的议价权，最终必须转化为漂亮的财务数据，最好能做到“三高五低”：①高毛利率，超过30%，好生意；②高ROE，超过20%，好经营；③高增长率，超过15%，好前景；④低库存；⑤低费用；⑥低资本支出；⑦低有息负债；⑧低股权融资。

一般制造业很难建立起牢固的“护城河”，我曾有个观点“硬件必须死”，主张投资者“脱硬入软”。A股的制造业公司“护城河”深厚的也就是格力电器、福耀玻璃、宇通客车等寥寥几家。看看福耀玻璃，没什么高科技，烧玻璃的，1992年上市以来，销售额复合增长30%，ROE稳定在25%，毛利率35%，高分红的现金牛。虽然资本支出较高，有重资产特性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这也同时构成了它的"护城河"，福耀是根据车厂配套建厂，汽车玻璃一般覆盖面积在200公里，同行很难再进入，福耀与信义形成了汽车玻璃双寡头格局。而且汽车玻璃价格占整车成本不到1%，车厂不会因为压缩这点成本而冒更换供应商的商誉风险，福耀玻璃对下游车厂有较强的议价能力。福耀上市以来尽管一直面临重油价格上涨的通胀压力，但丝毫不影响福耀的利润和股价连年增长，股价复权涨了244倍，是A股当之无愧的长线大牛股，"护城河"就是大牛股的基因！

《红周刊》：比如酱油、醋等领域，部分品牌企业市场份额较大，但利润率不高，您怎么看？

释老毛：我很看好大众消费品，居民收入提高，中产阶级消费崛起，体现为消费升级的大趋势，增量空间很大。另外，大众消费品市场也存在一个从分散到集中的过程，品牌力量会越来越强。速冻食品、乳业、榨菜等都是这个趋势，三聚氰胺事件之后，伊利变成一只大牛股，危机其实在洗牌。虽然毛利率不高，但大众消费品企业现金流的确定性强，而且这些领域不受政策限价，拥有自主定价权。

只是一点，它们的股价一直都不便宜。新股里的海天酱油质地不错，但依照目前的热度，估计一上市就至少30倍PE了，二级市场的意思不大，如果能到15倍PE我可能考虑建仓。如果没有足够的安全边际，不能让我4毛买1元的东西，我就等，哪怕它股价还能涨到更高，我也不买，买了就是趋势投资的路子了，在买入端我严格采用的是价值投资策略。

《红周刊》：第三是"捂"，这个怎么讲？

释老毛：捂就是持有。

只要前两个"安全边际"和"护城河"都做到了，剩下的就是一个字"捂"。时间先生是好企业的朋友，是烂企业的敌人。把好企业炼成大牛股，只有靠时间先生的魔力。但斌说过，"守股比守寡还难。"散户为什么拿不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住？能拿住股票，其实是个能力圈的问题，能力圈保证你对持股拥有坚如磐石的信心。银行股为什么敢持有？这些年银行股平均每年一个鬼故事，2010 年是提准，2011 年是平台贷危机，后来的鬼故事是房地产崩盘，再后来的鬼故事就是利率市场化，最新的鬼故事是互联网金融。鬼故事很吓人，但是银行交出的报表是年年稳定增长，反而正是这些鬼故事带来了股价上的安全边际。之所以能拿住，是因为我懂得。

股市是个不劳而获、劳而不获的地方。拿不住股票，频繁交易，追涨杀跌，是因为股民们被市场先生俘虏了。勒庞有本书叫《乌合之众》，写得很好，全体投资者构成的市场就是一群乌合之众。我们把它称为市场先生，它一会亢奋，一会绝望，给你的股票报出冰火两重天的价格，还振振有词地讲出各种故事作为理由，不过一相信，你就输在起跑线上了！现在有种观点我不喜欢，有些投资人总爱说，要敬畏市场、敬畏市场，我就不太理解，市场先生是个疯子，你去敬畏一个疯子干吗呢？对市场先生，首先是敬而远之，对市场噪音免疫，巴菲特说过他是用“内部计分卡”的人，也就是要拥有强大的内心；其次是趁机利用，如果内心足够强大，你不但不会成为市场先生的奴隶，反而可以利用市场先生的疯狂，市场先生的唯一作用是为我们提供安全边际和出货良机。

捂，就是与时间先生做朋友，与市场先生保持距离。价值投资者的任务是处理好与两个先生的关系，前者需要能力圈，后者需要内部计分卡。

《红周刊》：您的投资系统如何解决卖出问题呢？

释老毛： 这个问题很好。我认为价值投资解决了买入的问题，但没有解决退出的问题（用技术分析的话说就是抄底和逃顶）。当然，非要说长期持有满仓穿越牛熊，我也没话说，但在中国成功的例子是很罕见的，只能说勇气可嘉，令人佩服。

从历史上看，逃顶很难，成功者大都是运气使然。能现在活下来且收益不错的老股民，大都在 2007 年的疯牛中冷静退出了，否则 6000 点杀到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的2200点，5年长熊，难保不灰飞烟灭！但2007年怎么逃顶呢？赵丹阳3000点退出，李驰4000点退出，都是靠估值和风险嗅觉，但实际上也错过了市场最疯狂的上涨阶段。我是在5000多点走了，根据的是统计结果，2007年10月十七大，我查了历届大会的市场表现，十五大、十六大，股市没有例外都是在下跌。于是我在2007年开大会的前两天就彻底清仓了，很侥幸，但这很难形成投资系统。

我这几年一直在思考退出策略。传统价值投资理论没有给我们明确的答案，只是说要警惕高估值的泡沫；趋势投资理论里有止损的策略。实践中的成功逃顶者其实也是经验和运气的幸运儿。有没有可能形成一套可操作的系统呢？我思考的结论受格雷厄姆在《聪明的投资者》里的资产组合理论的启发，又加入了一点温斯坦的《笑傲牛熊》交易系统。我设计的退出系统是这样的：

（1）市场整体市盈率30倍时，把1/3的股票换成债券；

（2）市场整体市盈率30倍以上，每涨10%，就把股票仓位的10%换成债券，淘汰强周期股，保留弱周期股票（历史统计，牛市中酒药等弱周期股票的顶部晚于大盘顶部约3个月）；

（3）市场有效跌破50日均线，熊市初步确认，股票基本清仓，相机保留10%～20%的底仓；

（4）市场有效跌破150日均线，熊市绝对确认，股票彻底清仓，全仓债券度过漫漫长熊，等待10倍市盈率以下的买入机会。

为什么选这几个指标？据历史统计，A股历史上最高能到50倍PE，低则20倍PE左右，现在是全流通市场、注册制市场，历史估值区间肯定要下移，参考成熟市场，美国牛市能到30倍，熊市能跌破10倍。至于50日均线、150日均线，是测量市场情绪的指标，温斯坦的交易系统爱用这两条均线追随趋势。

卖出端为什么要用趋势投资的策略？市场的情绪是无法预测的，而往往最赚钱的一段就是市场先生疯狂的阶段，只要趋势不变，就可以持有，只是自己心里要明白这是泡沫阶段。例如，如果DCF估值茅台的内在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

300元，我在四折120元建仓，股价涨到300元是企业价值回归，300元以上是市场泡沫的馈赠，涨到哪儿去是由市场先生的疯狂程度决定的。我国目前是散户市，特点是牛短熊长，导致市场疯狂起来极度狂热和短暂，美国是成熟市场，牛长熊短，买入并持有是最佳策略。

对未来的憧憬

《红周刊》：中国平安是您目前的第一重仓股吗？

释老毛：是的，2012年第三季度出现过一个很严重的股债双杀，市场预期中国平安的投资回报受冲击较大，股价开始跌出安全边际，一度跌到净内涵价值，这是一个大机会。我是在1倍净内涵值左右开始买入，30多元，一路买成第一重仓股。到年底中国平安寿险净内涵价值都近40元了，而且它还有财险、信托、券商等业务，极度低估。平安的基本面出现拐点，管理层和企业文化也十分优秀，完全符合以低估的价格买入优秀企业的标准。如果遇到牛市，保险弹性比银行更大。台湾20世纪80年代第一股王就是国泰人寿，从1985年55元新台币一路上涨到1990年1 975元新台币。保险股是最受益牛熊交替的，因为在熊市估值压到最低，在牛市又有杠杆，熊市更熊，牛市更牛。我把重仓股配置在平安上，就表明我对未来股市的信心。

《红周刊》：A股五年熊市，但是创业板小盘股是牛市，很多人说未来新兴经济集中在创业板，是成长股的牛市，您怎么看？

释老毛：2009年反弹结束，从2010年到现在，由于实体经济没发生根本性好转，4万亿后遗症没有彻底消化，流动性开始推动小盘股行情，也就是一个结构性牛市，或者更准确地说是一个结构性泡沫。这个资金推动的结构性泡沫，随着创业板的推出、“中国梦”题材的炒作、IPO暂停，被市场资金炒到登峰造极，创业板平均市盈率竟达到60倍，令人瞠目结舌！

今年创业板异常活跃，说白了还是资金推动型市场，所谓创业板是成长股，是一个美丽的误会，今年三季报截止2013年10月24日的统计数据，上海主板净利润增长18.73%；深圳主板净利润增长13.27%；创业板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净利润增长8.1%。审批制之下精挑细选的创业板平均利润增速还不如主板，遑论注册制后的千股上市大潮？

既然是资金推动型牛市，市场就根本不顾估值，只看资金和筹码的供求关系就够了。现在小盘股的供求关系彻底逆转了。创业板解禁之后，就算跌到几块钱几毛钱的仙股，大小非还是十几倍暴利，散户几斤几两能接得住大小非们汹涌无情的抛盘？更值得忧虑的是，注册制出台之后，符合条件核准备案后都可以上市，几万家中小企业嗷嗷待哺，就算有10%上市也是几千家的规模，现在10倍市盈率恐怕都有一大把小企业愿意排队上市卖股票，小盘股筹码的稀缺性彻底丧失。

《红周刊》：很多股民说不看板块看个股，创业板里精选个股，您怎么看？

释老毛：我有个比喻，在平均市盈率60倍的时候谈精选个股，就像在珠穆朗玛峰上挖个坑，说我这是块价值洼地。创业板不排除会有一两只真正的高成长股能在泡沫中跑出来，但问题是股民押中的概率不会高于彩票中奖，淘金者应该在金矿里捡金子，而不是到粪坑里捡金子。

再说高成长真能化解高估值的泡沫吗？美国20世纪70年代市场追捧的漂亮50（Nifty Fifty），是不是高成长？是不是转型升级？是不是市场精选出来的？结果大家都认为漂亮50不败，热捧之后照样跌了个70%～80%才到底。好莱坞娱乐龙头迪士尼比华谊兄弟质地优质多了吧，1972年市场高位时迪士尼的市盈率为76倍，而8年后那个同样的公司，1980年却仅有11倍市盈率。市场炒热点、讲故事，每次都说这次不一样，但事实上是每次都一样。

《红周刊》：证券市场注册制改革，您对于未来有什么憧憬吗？

释老毛：牛市迟早会来的，熊市之后是牛市，牛市之后是熊市，这是正确的废话。未来会很美好，但对大多数股民来说会很残酷。

注：本文连载于《证券市场红周刊》2013年12月7日72期、2013年12月14日第74期、2013年12月21日76期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

@国老

我的投资血泪史



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国老不老，只有30岁出头，但其丰富的人生阅历以及跌宕起伏的投资生涯足可以写一部小书了。20岁踏入互联网行业进行创业，积累了一些家底之后，2003年一脚踏入房地产投资，一脚踏入资本市场投机，期间从天使投资到VC投资近10年，有的项目血本无归，也有的项目赚得盆满钵满。然而最让他着迷的还是二级市场，股票、期货、外汇、涡轮均染指其中。国老在2013年凭借奇虎360、第一太阳能、特斯拉、空中网等个股获得了近3倍的投资收益，当时对个股详细的分析披露在雪球上，已为很多人信服。

唯一让记者不解的是，这是一个什么性格的投资人？获得如此让人艳羡的投资收益背后，风险是如何控制的？因为资料中显示，他创办公司时抵押过房子；投资房产时贷过款；做天使投资时曾有好几个项目打了水漂；2012年全仓一只股票奇虎360，且还是融资买入，只进不出，他甚至建议朋友卖了房子加仓；试驾完Tesla即预订一辆并隔日加仓买入；增开账号做高风险的外汇及股票期权交易……

雪球之夜活动结束后，不少投资者大呼几位“大V”的投资方法很难复制，或者存在幸存者偏差，连年高收益是不可能持续的，“我近两年分享了不少投资思路和经验，但成长经历中最宝贵的是血和泪的教训，今天我们聊聊那几段让我寝食难安、亏钱的日子吧，能让别人警醒也是好的！”作为演讲嘉宾之一的国老诚意十足。

几何级的财富效应让人疯狂

2003年国老买的第一只股票是招商银行。1999年时他是招行一卡通用户，基于和其他银行的服务和产品对比之后，买了价值18万元的招行股票，“买了之后很忐忑，没想到一周左右就赚了约8 000元，第一次从股票中赚钱很兴奋，就马上卖掉了，还很高兴地给家人买了礼物。”

小小的甜头勾出了更大的欲望，他马上增加了一部分资金进去，再次下单买招商银行，可由于券商转换的原因此单并没有成交。心想钱不能闲着，当时是“五朵金花”的行情，汽车、钢铁等涨势凶猛，中国人有钱了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买汽车没错！就买了当时可交易的深交所股票—汽轿车，取消上交所指定交易后，也买入部分上海汽车。国老把这笔本来用于买招商银行的资金挪去买了热门股，谁知道买进不久就开始暴跌，10元……7元……股价从当时的成本12元一路下滑至腰斩，"还能跌到哪里呢？"国老越跌越买，最后股价竟跌到3元左右！这一笔操作亏损了当时本金的近80%。

"我2003年买的这两只股票，基本上在2004年、2005年都不敢打开账户看，2005年年底的时候发现经济有复苏的迹象，于是开了港股账号，买了腾讯。我也是腾讯的用户，9港元附近开始买，后面A股行情也开始好转，慢慢信心回来一点，说白了，只是信心回来了，对于选股也没有很清晰的理念，还是随波逐流。"

国老对这次损失总结道，如果买了自己熟悉的招商银行，在后面的下跌中也不会亏损那么多，反而是两只热门股跌下来损失惨重，正好赶在熊市末端，不然会套更久。另外，赚钱的招商银行和腾讯是自己选择的个股，有其共性，自己都使用了其产品和服务，而且在当时很多人对这两家公司不屑一顾。"1999年招行在大学里发放一卡通时，大家也不看好，但是这些大学生毕业成为社会中间力量之后，消费能力不容忽视，积累用户为后面的爆发埋下了种子，类比腾讯，当时很多人认为是小孩子玩的东西。"

国老在2007年金融风暴时以50多港元卖掉了腾讯。"卖出腾讯一方面是由于自己的恐慌，更重要是因为自己的贪婪。当时基本全仓这一只股票，觉得腾讯涨得太慢了，当时涨10倍的大牛股很多，比如小仓位买进的港股江西铜业，半年赚了8倍。"国老说。短时间的暴涨大大刺激了他的神经，他将腾讯换成了当时热门的矿业股湖南有色以及汇丰的看涨期权。

2007年金融危机席卷全球，香港亦不能幸免。加了杠杆的汇丰跌破行权价，亏得一分不剩，湖南有色4元成本价，最高涨到8元，最后跌到2元附近。"最后确实很害怕，就不顾成本地砍仓了，庆幸的是，截至清仓时还没有亏到本金，仍然赚了初始资金的3.5倍，但最多的时候我赚了25倍！"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于这个25倍，记者也很惊讶，原来国老采用了正股融资＋涡轮的操作手法。“即使不是汇丰，也会是其他的股票，最后必将打破这种资金疯狂翻滚的趋势，熊市来临的话，什么股票都会跌。”

2007年12月份清仓港股，2008年1月份清仓A股，至此，全部仓位彻底清空了。

忘记教训　重蹈覆辙

“清仓之后我受到很大的打击，我在事后反思中发现，第一，我运气比较好，赚钱很大程度是因为遇上了大牛市；第二，幸好跑得快，不然本金难保，是港股市场的大亏让我全部清仓，从而幸运逃过了A股市场的深度下跌；第三，自己选择招商银行和腾讯时的思路是对的，是贪婪的欲望把自己吸引到不熟悉、热门的领域中去了。”国老空仓半年，看书反思半年。

2008年年初，大宗商品市场做多热情被点燃，国老再次出手，这次不是做多，而是做空。“我在2008年7月份开了国内和国际的期货账户。因为之前买过江西铜业的股票，所以比较关注铜的信息，因为一直在涨价，发现铜的生产商在囤货，贸易商也在囤货，而当时经济其实并不景气，我相信物极必反，就在伦铜7 600美元开始做空，仓位较小，重仓放在国内铜的空单上，”之后伦铜仍然上涨到8 000多美元，9月底才开始有浮盈。国庆长假前一天临收市1小时左右，国老接到国内期货经纪人打来的一个电话：“国庆假期时间较长，但期货受外盘影响比较大，不确定性因素很多，建议先清仓出来。”临收市前半小时，国老将仓位较重的国内铜空单80%仓位平出。而戏剧性的一幕出现了，国庆节之后，伦铜下跌了40%之多，国内铜期货收出10个跌停板……

“这笔操作本来是看准的，结果利润跟我没什么关系。当时很多期货品种跌停了，铜跌停了、锌跌停了，我脑子就乱了……我就看什么能买进就空谁，于是空了小麦和PTA。我还想到空澳元，因为澳元是商品货币。2008年10月份空澳元倒是赚了一些，后面则全乱了，空道琼斯指数、空加拿大元……因为自己总想把本属于自己的利润弥补回来。”国老又一次回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了 2003 年的状态。

2008 年年底前，G20 财长在美国商讨联合救市，大宗商品急速反弹，慌忙中平掉所有仓位，一共赚了 20% 左右。

“我开始怀疑自己不适合做投资了，国内期货 9 点上交所开盘，凌晨 4 点外汇收盘，交易到筋疲力尽，觉得投资二级市场还不如一级市场，又开始把主要精力放在实业上。”国老在实业投资上也慢慢总结了一些经验，让他深刻感触到“有梦想 + 有能力 + 有经验”是一个好企业的领军人物必备品质。

寻找到第二只“腾讯”

沉寂一段时间之后，国老开始按照招商银行、腾讯的思路寻找好公司。

2011 年年底之前，国老一直用的是 QQ 电脑管家，杀毒用的是收费版卡巴斯基，后来发现 IE 打开网站总要卡一下，试了各种方法之后，直到将 QQ 管家退出，问题才得以解决。卸载 QQ 管家后安装 360 安全卫士和极速浏览器，对比之前的体验，国老开始研究这家争议很大的公司。

“我花了近一周左右的时间，每天十几小时将公司老总周鸿祎的一些访谈视频、博客、微博基本全看了，也研究了公司的股权结构和高管组成，另外就是重点看了奇虎 360 及周鸿祎的负面报道文章。通过这些信息我判断，老周是一位有能力、有梦想的人，3721 因卖给雅虎而错失中国互联网发展黄金时代的机会，让我认定他应不会再犯大错。还看到几位核心高管跟随老周十几年来转战几家不同公司，这些事实会让很多社会上的流言不攻自破。”

当时很多投资者对奇虎 360 有质疑，一方面是不明白公司的盈利模式，另一方面认为安全卫士和杀毒软件免费在后端运行远不如 QQ 这类社交产品黏性高。有互联网创业经验的国老则认定，安全产品是刚需，在中国是，在全球也是，360 安全卫士和杀毒是这家公司最大的“护城河”，奇虎 360 不是一家软件公司，而是一家纯正的互联网公司。

2012 年 8 月奇虎 360 推出综合搜索，虽然网址导航广告和网页游戏的收入增长很快，但一些新业务如手机助手、彩票等甚至还没有商业化。“占领了用户电脑和上网入口后，互联网一切赚钱的事奇虎 360 都可以做。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时在 PC 端用户规模仅次于腾讯的奇虎 360 市值不到 20 亿美元，让我惊喜找到了另一只腾讯。”国老私下在与朋友聊天时发现，很多买入奇虎 360 的是其竞争对手公司的员工，比如百度、腾讯等，也有一些是 360 的合作伙伴如页游开发商，反而让一些大佬级的投资圈朋友直呼看不懂，因为近几年来公司确实增收不增利，“这更坚定了我买入的信心。期间随着浑水等不断发布看空报告，其股价一度下跌到 13 美元附近。但 2007 年早早卖掉腾讯的教训让我记忆深刻，而我一直关注的公司业务发展和基本面均在向好，所以我将一些放在银行理财产品的资金提前赎回继续加仓，2012 年账户几乎全仓奇虎 360 一只股票。”

对于奇虎 360 相当一段时间的增收不增利，国老创业的经验派上了用场，他认为没有前期的研发投入和用户积累，不可能有以后的增产增收，做投资不能只看短期的表象，还要看到公司背后所做的事。“奇虎 360 主要将资金投入到搜索研发、服务器带宽、无线业务中去了，老周认为电脑的流量入口是浏览器，而手机端的入口是手机助手，百度 19 亿美元收购 91 无线更证明了其眼光独到，产品和渠道是奇虎 360 的制胜法宝。”

2013 年，在同样的思路延续下，国老凭借奇虎 360 和后来挖掘的第一太阳能、特斯拉、空中网等个股，获得了近 3 倍的投资收益。

对话国老

《红周刊》：之前血淋淋的教训带给您的最大收获是什么？

国老： 最大的收获有三方面。第一，增强了风险意识。目前深入了解公司后以持正股为主，期权交易一般只用 10% 的仓位，对冲和仓位控制是把控风险的重要两点。第二，改变了单边思维的方式。做外汇和期货可以不单纯为了空而空，而是为了保护自己手里的好企业，使整体收益在系统风险来临时不至于溃不成军。但需要注意的是，比如去年中概股被相对低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估，就没必要对冲，做对冲会影响正股收益。今年整个市场和个股都已经涨得挺多，应该有风险意识了，这种情况下可以考虑对冲。另外，如果出现 2007 年年末的大跌等情况，我也会毫不犹豫把股票清光，再好的公司也要出掉，而且还要反手做空。倾巢之下，焉有完卵？第三，过往的经验让我看到，真正赚大钱的都是一些冷门股、冷门行业，三五年之后，这些有发展前景的冷门股会成为热点，而目前热得发烫的公司则很有可能几年后销声匿迹，反而风险很大。

《红周刊》：总结一下，好公司是怎么挑出来的？

国老：第一，在生活中、自己身边发现好的产品和公司，多体验好产品，多思考好产品背后是否有好的投资机会，招商银行、腾讯、奇虎 360 都是这样开始研究的。

第二，研究好产品背后的公司，我会比较关注公司领军人物的特质，“有梦想 + 有能力 + 有经验”是一个领军人物的必备品质。另外，重点研究当时市场上、媒体声音中的负面信息，找专家、朋友圈去证实这些负面信息是否真实存在。

第三，如果好公司背后存在分歧和质疑，而这些质疑站不住脚，那么就会带来好价格，这是最让人兴奋的。

第四，寻找符合历史发展规律的、政策支持、具有颠覆性质的行业，而且我只选择颠覆性行业中的龙头公司，从全球的视角去投资，而不仅仅局限在 A 股市场。

第五，动态跟踪好公司，基本面没有发生改变就不要放手，学会适当屏蔽市场上的噪声。

《红周刊》：什么时候退出奇虎 360 这样的看好公司？

国老：腾讯在 100 亿美金时能看到现在 1 000 多亿美金的市值吗？一看行业的天花板是否足够高，二看公司是不是仍在高速成长。腾讯当时我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看好它广告、游戏、搜索、电商四块业务，最后搜索、电商都没做起来，但这并不妨碍它现在如此优秀。奇虎360买了之后才出了搜索，市场份额逐步达到20%多，公司在移动互联领域起步较早，手机助手目前拥有3.4亿用户，这都是动态的。对公司接下来要做的业务能带来的利润确定性分析比预测什么时候退出更重要。

奇虎360现在最主要的工作还处于抢用户阶段，虽已开始变现，但程度还没有那么高，今年股价已经开始爆发了，我只能从基本面上把握公司，市场走势无法把握和预测。

《红周刊》：在股票行业选择方面，除了比较熟悉的互联网，目前还涉足新能源等行业，您不固守自己的能力圈吗?

国老：能力圈是可以不断提升的，我曾经在互联网行业创业，对互联网比较熟悉，新能源是社会发展的大趋势，乐于接受新鲜事物以及充满热情地学习，是可以提升能力圈的，我希望将投资作为我的最后一份职业。

《红周刊》：在新能源领域，您目前正在研究或者看好的行业是什么?

国老：目前，比较看好光伏行业。我2007年就关注它，今年4月份左右开始重点研究。光伏行业有两次大的高峰期，分别是2007年、2011年。近两年行业仍处于低潮期。但我发现，这几年全球光伏行业的需求复合增长达到近30%，短期的低迷很大程度是因为产能过剩，同时技术进步明显提升。我咨询了一些专业的朋友，行业龙头推荐关注天合光能和第一太阳能两家公司，今年8月份天合光能急速上涨，而第一太阳能不仅没涨，反而跌了一点。我仔细研究了关于第一太阳能的负面文章，最后认定市场对公司的种种质疑，比如薄膜产品落后、有毒、小众等，是站不住脚的。

看好第一太阳能主要基于以下几个方面：

第一，行业需求还没到爆发点。现在光伏发电只占全球发电量的0.5%，按10%的目标也有20倍空间，目前每度电成本比2010年降低了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%，随着技术进步、效能转换提高以及成本下降，我预估 3 ~ 5 年或迎来平价上网时代，这个时候才是行业真正的爆发点。

第二，公司今年 4 月份收购单晶企业 TetraSun，而 TetraSun 核心团队原是单晶全球龙头 SunPower。公司计划明年下半年量产单晶，到时将从光伏占比达 90% 的晶硅市场中分一杯羹。

第三，第一太阳能从 2006 年 9.5% 效能转换提高到现在 13.1% 均是通过自有技术改进来完成的，且 2016 年可达到 16%，这是公司的核心竞争力。公司也从 2008 年时以销售光伏组件为主成功转型为光伏电站系统承建商，2013 年电站业务占比达 90%，且毛利极高，达到了 35%。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2013 年 12 月 28 日第 78 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

@小小辛巴

追求长胜的容错之道



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小小辛巴，18年股票投资经历，闲居于美丽的厦门鹭岛百家村。多年实现了约20%的年化收益率，在这个看似不太惊艳的数字背后，更是置身喧嚣股市之外的一份理性与淡然。老师送了我一本2011年自己写的书《重剑无锋》，并在首页赠予这样一段话“古之所谓善战者，胜于易胜者也。故善战者之胜也，无智名，无勇功”。你我多是平凡人，如果很难做到高瞻远瞩、慧眼识珠，那么一套完善合理的交易系统也是件利器——它能使自己处于不被战胜的境地，同时也不放过任何击败敌人的机会。

对话小小辛巴

我的修行之路

《红周刊》：从资料中得知，您比较喜欢中国传统文化，中国传统文化对投资理念的影响体现在哪些方面？

小小辛巴：传统文化对我的影响，主要是道家学说。

老子的道法自然、上善若水等思想理念对我影响很大，因此，我在交易中，注意依据事物的客观规律顺其自然地取得有利于自己的合理回报。

在思维方式上，我喜欢辩证思维，就像阴阳太极图所揭示的，极盛蕴含着转衰，极衰孕育着转盛，没有绝对的对错，对中有错，错中有对，辩证统一，总有一个错误在我们身边。想要万无一失地不犯任何错误，既难以做到，也无法持续。相反，承认自身的不足，多为自己必将出现的错误留有余地，则要游刃有余得多。

当然，这种态度本身也有自身的错误，因为留有余地，必然无法全力出击，自然难以做到极致，很难实现卓越，但道家崇尚清静无为，颐养天年，并不求一时之盛，以这种追求而言，与巴菲特等投资大家追求长期持股的胜利，在精神态度上是一致的，也只有理解了这一点，才能更理解巴菲特。

天道纵横，有对错交织的长胜之道，也有精准无误的速胜之道，但不允许又准又持续的全胜之道出现，因为按照复利规律，这样的方式会毁灭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个世界，交易者应该明白自己内心到底崇尚哪条天道，并且使自己的言行符合这个道，这也是一种修行。

我的修行就是追求长胜的容错之道。

《红周刊》：可否简单介绍一下“容错交易系统”？

小小辛巴：第一，核心理念。尽量避免出错，即使错了也能赢。

第二，容错防线。①长线交易：只做长线，不做波段交易，防止短期判断错误。②困境好企：长线目标主要选择好行业中的困境反转好企业。③分散选股：困境好企未必都会反转，应适当分散风险。④容错寻底：五档买入，争取捕获历史极限最低价，或者很难跌回成本的价格，不论市场有多熊，也无法造成短期伤害。⑤预留现金：加强仓位管理，始终保有适度的现金，以应对难以预测的整体性大暴跌。

第三，追求目标。交易的极致是以最低价格买最优好股，而次优结果是以最低价买到较好股票，或以一般价格买到良好股票。精神态度上始终向极致目标努力，但也接受体系化运作得来的次优结果。

《红周刊》：对于估值，您的书中主要给出了两种估值方法，市盈率法和市净率法，但是针对目前的互联网行业，其中不乏一些企业处于“抢用户”阶段，有一定的用户规模，但是还没有形成稳定的盈利，这样的企业如何进行估值？

小小辛巴：首先声明，我不擅长此类股票的研究。一定要研究的话，我会采取如下思路：根据市值替代原理，也即新兴行业的最终估值大致等于被它所消灭的传统企业的原有最高估值，所以计算这种企业时，它们的天花板大致也就是将来所消灭的对象（也可能是多个对象的市场份额）巅峰时期的市值，如果目标估值只有天花板市值的十分之一甚至百分之一，那么是低估的；如果达到一半，那么空间已经不足，风险随时降临；如果达到天花板，大多已失去交易价值。

《红周刊》：容错交易系统中对于“卖出”是如何操作的？

小小辛巴：四种卖出：①被迫卖出：在持有的过程中，发现买错了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管赚多少，赔多少，一律卖出；②换股卖出：在持有的过程中，发现了更安全、更好的目标，为了换股调仓而卖出，大部分情况下，最好是已实现盈利才换股，不轻易亏钱换股，除非存在近似于“被迫卖出”的理由；③补现卖出：设定买入价格有误，被迫用现金补买了第二档、第三档，股价回升后，如现金不足，或重新分析后认为第一次买入的价位确实不够安全，那么有可能将较高位的第一档、第二档卖出，仅保留最低价位的第三档做底仓，卖出的资金用以回补现金池的先前流出；④最优卖出：通过长期持有、穿越牛熊，获得了巨大收益后，判断该股到达历史性最高位附近，即将经历较长时间的大调整，彻底清仓，兑现盈利。

第①种对我来说，已经较少碰到；②③④经常相互交织。

《红周刊》：容错交易系统讲“错了也要赢”，可否举一些判断失误、利用交易系统将亏损降到最低的例子？

小小辛巴：（1）大势判断错误：用组合对冲。

我在2010年误以为大势向好，仓位较重，近80%，由于布局均衡，40%的稳定增长股（主要是贵州茅台），30%左右的周期股，虽然周期股大多下跌幅度达30%～40%不等，但稳定增长股却上涨80%，因此，仍能获得20%以上的正收益。

（2）个股判断错误：挑错了股票，但价格控制得好，也能将亏损降到最低。

例如，我在2011年年底认为上海医药通过A股增发及H股融资，获得了大笔资金，可以通过并购迅速扩大实力，但是没想到这家老国企内耗严重、黑天鹅事件频发，属于个股选择错误。

我建仓的价位分别为12元、11元、10元（未经复权处理，下同），整个交易区间长达一年半，期间最低价为9.69元，三个买入价位的均价为11元，离极限最低价的最大亏损额12%，属于在大熊市中损失较少的。而随着市场回升，我在14～15元之间将12元、11元的仓位减持，既能获取一定收益，也回收了资金，此外，我仍保留了10元买入的底仓，这一部分仓位的收益目前达40%～50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）价格判断错误：挑对了股票，但价格买得不好，一样也会大损失，有些人会选择止损，变成实亏，而我是将错就错，分档低吸，把买入成本变得更低。

比如2012年我建仓的尤洛卡、理邦仪器等，如果以第一档买入价计算的话，尤洛卡第一档买入价为21.8元，距离最低价13.34元相差39.8%；由于我实际买到三档（21.8元、18元、15元），均价为：18.26元，最大亏损额为27%。理邦仪器第一档买入价为20元，距离最低价14.96元相差25.2%；由于我实际买到三档（20元、19元、15.6元），均价为：18.2元，最大亏损额为17%。

由于这两只股票的基本面不错，市场一旦转好，股价就很快回升，我保留了底仓，在23.10元将18元、21.8元买入的尤洛卡减持；在23.46元将20元、19元买入的理邦仪器减持，既实现了盈利，又腾出了资金，为后阶段买入另五只股票创造了条件（启明星辰、福瑞股份、佳讯飞鸿、好想你均翻倍，还有一只奥克股份，表现也不错）。

目前尤洛卡与理邦仪器的底仓仍持有，盈利分别达60%与85%（见图9-1与图9-2）。

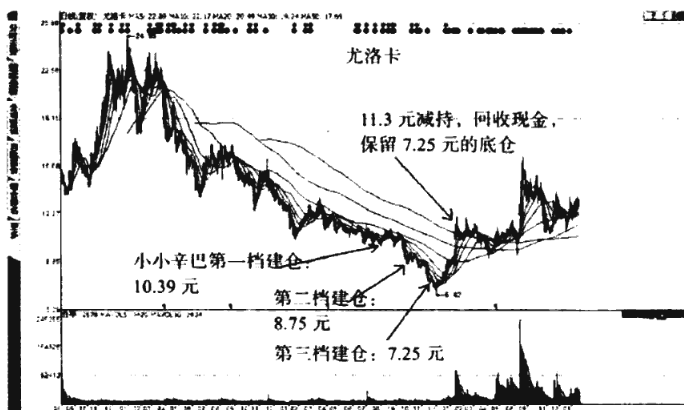


图9-1 尤洛卡的三档建仓

注：图中价格均经前复权处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

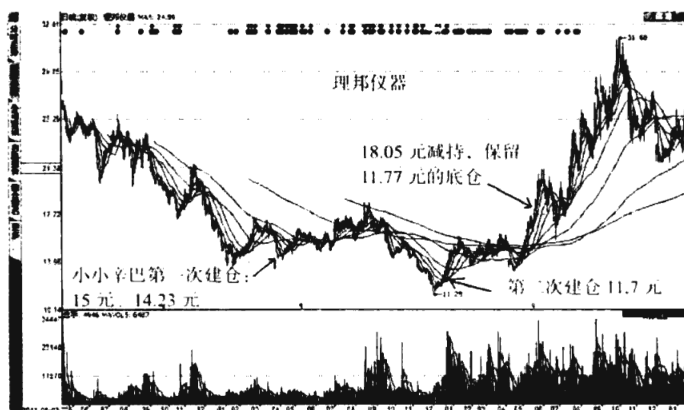


图 9-2 理邦仪器的三次建仓

注：图中价格均经前复权处理。

贵州茅台"否极"却未"泰来"

《红周刊》：2010 年 9 ~ 10 月，您曾以为市场下跌已经充分，买入低市盈率的大盘蓝筹，时隔三年有余，现在大盘蓝筹仍然低位徘徊，您对目前的大盘蓝筹是如何分析判断的？

小小辛巴：目前的大盘蓝筹股大多已跌到位，只是市场资金缺乏，因此，很难有较大的行情，只适合于逢低吸纳，耐心守候，预计最迟不会超过三年（2016 年的概率较大），蓝筹股将会迎来估值修复，不排除重演大盘股革命的历史行情。十年一个大周期，1996 年、2006 年都开启了牛市，而近两年越熊，2016 年的出现牛市概率就越大。蓝筹只有到大牛市才能发力。

《红周刊》：目前的贵州茅台是否符合困境反转股？在容错交易系统下，您的分析以及操作策略是如何制定的？

小小辛巴：目前的贵州茅台当然是困境股，但是不是反转，还不确定，也即"否极泰来"的"否极"已接近实现，但是"泰来"还未明确显现。它的困境主要是在于市场销售不畅，零售价格下跌，营业收入增长乏力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且让人难以推断复苏将在多长时期后才会发生。

一般来说，对于真正能赚取现金的快消品牌企业，我给的估值是比较高的，当然，我也要考虑它的预期增长率，由于茅台的规模已经较大，如以十年估计的话，营收年均增长大约在 5% ~ 7%，大致也就是跟上国家 GDP 的增幅而已。

而对于困境中的好企业，我一般有两种买入方式，第一种是出现了明显低估的事实，先买入一部分；第二种是出现了明显反转的事实，如果价格依然符合明显低估的要求，我会再追买一部分。

因此，我制订了一个贵州茅台的交易计划，并发微博："目标位：140 元、105 元、70 元、35 元。"跌破 140 元，将持仓中保本或小盈的其他仓位换入；跌破 105 元，将持仓中套牢的换入；跌破 70 元，用剩余的现金（10% 上下）买入；跌破 35 元，卖掉所有股票换入，全仓。一底胜千牛，我的爱在最深处，在那些最清静无人的夜里（该计划公布时未分红除权，分红后调整为 135 元、100 元、65 元、30 元）。贵州茅台的三档建仓如图 9-3 所示。

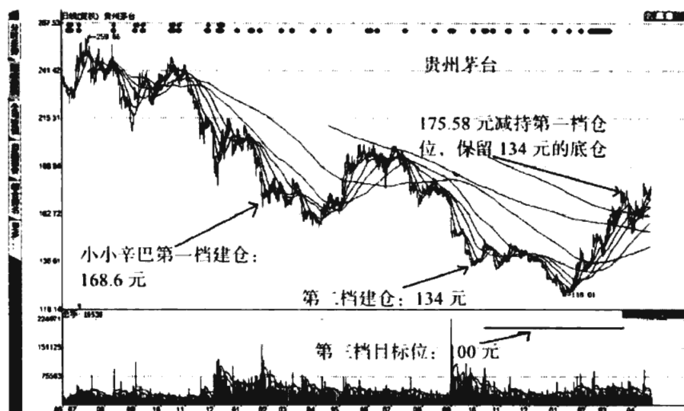


图 9-3 贵州茅台三档建仓

目前，我已经在 175 元、134 元各买入了 1%。买入主要是根据明显低估的事实，两个价位对应的股息率分别为 3.5%、4.55%，从长期投资来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，属于能够回本的位置，当然，如果让我再捕获 100 元底仓的话，我会在股价回升中将 175 元、134 元买入的仓位减持（注：2014 年 3 月 18 日以 175.58 元减持第一档，保留 134 元买入的底仓）。如将来业绩反转的事实证明这些价位仍超级便宜，我也会改变计划，不减持甚至增仓。

沙场点兵

《红周刊》："全聚德、安科生物、贝因美、康芝药业、乾照光电、华测检测、美亚柏科、格林美、桑乐金、坚瑞消防" 2011 年 12 月 5 日入选您的书《重剑无锋》"潜力股"篮子中，以此组个股为例，可否详解一下如何操作？如何修正？如何调仓换股？如何资金分配？

小小辛巴：在股市制订买入计划，如同派多支军队到一个不熟悉的战场去会师，迷路走散或被敌人消灭的居多。所以，我也很难逃脱这种宿命，和实际情况出现偏差是很正常的。如果对照原计划的话，基本是符合预期的。

（1）场景回现：2011 年 12 月初我在《重剑无锋》中选定了 10 只潜力股，原文小结为："潜力股之所以为潜力股，是因为其本身还很弱小，尽管我们从各个方向去考察其风险，但仍有失败的风险。"

另外，素质不错的潜力股，大多被各种市场交易者盯上，价格高估是必然，而随后的价值回归往往会让出价过高的交易者吃尽苦头。对待这些股票，唯一的方法，就是划出一些很低的价格静心等待，多准备一些备选股票耐心等待，在市场循环性下跌中，总有一些会慢慢滑入早已设定的缓冲带。但总体而言，这种机会应该是比较少的，10 只能够等到三四只，就相当不错了。如果划定 10 只，却等到了七八只，那只能说明我们的划定有问题，对潜力股的设置有整体高估的因素。

总之，对于潜力股的价格设定上，不得不严格一些，宁可错过一些机会，也不要因被套而永失机会，保守的投资人夜夜安枕，是永不会过时的大实话。

（2）回顾检查：过两年后回顾，可以看出，10 只潜力股中只有 4 只潜力股落入了预设的买入区（原计划为："10 只能够等到三四只，就相当不错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了”)，分别是：贝因美、桑乐金、坚瑞消防、乾照光电。

贝因美，分析起点：28 元左右，预设目标价格 20 元，实际出现的极限最低价为 16.37 元，比目标价下跌 18.2%（见图 9-4）。

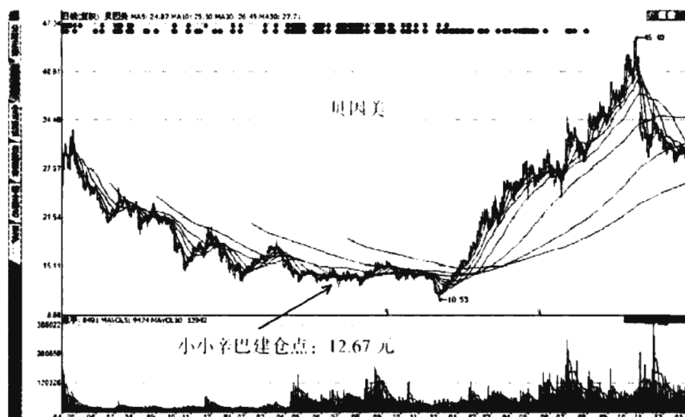


图 9-4　贝因美的建仓

桑乐金，分析起点：15 元左右，预设目标价格 9 元，实际出现的极限最低价 7.8 元，比目标价下跌 13.4%（见图 9-5）。

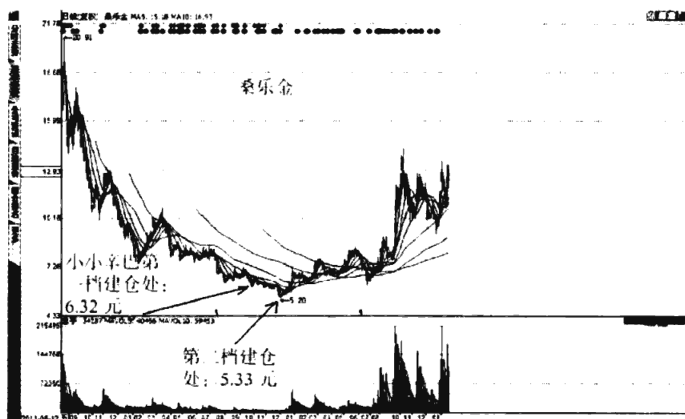


图 9-5　桑乐金的建仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚瑞消防，分析起点：16 元左右，预设目标价格 9 元，实际出现的极限最低价 7.5 元，比目标价下跌 16.7%。

乾照光电，分析起点：16 元左右，预设目标价格 11 元，实际出现的极限最低价 6.86 元，比目标价下跌 37.6%。

相对而言，贝因美、桑乐金、坚瑞消防的预测值离最低点在 20% 以内，这是我在大半年前的预测，准确度已经相当高了；乾照光电的预测值误差会高一些，这反过来说明我不是神，是普通人就存在失误率。用 10 只潜力股来衡量，就是 1/10 的失误率；用进入目标区的 4 只潜力股来衡量，就是 1/4 的失误率。组合自然会对冲掉风险，如果不做组合的话，以前的我，很可能就单押在了最差的乾照光电上。

如果我傻傻地根据 4 只股票的目标价买入，则合计最大损失为 21.47%，到 2012 年年底收盘，则亏损 1.45%。如以 2013 年年底收盘价（截止日期为 2013 年 12 月 24 日）计算，则盈利 66.8%。

（3）实际操作：我因为受限于仓位组类的限制（其他稳定增长股已超限布局了），所以不能买贝因美，只在 20.38 元建观察仓，错失大牛；桑乐金买了两档：9.48 元、8 元；坚瑞消防买了两档：9.18 元、7.9 元，后来还有在 9.5 元换股加仓（但与该体系无关，不宜计算）；乾照光电买了两档：9.9 元、7.7 元，实际最大损失额 10%，到 2012 年年底收盘，则盈利 1.03%。

也即通过分档低吸后，实际亏损额小于预计亏损额，而实际盈利额也大于预计盈利额。如果再扣除我 10.5 元减持的 9.9 元这一档买入的乾照光电仓位，那么实际盈利更高。如果以 2013 年收盘价计算（时点同上），则盈利为 49.81%，略输原计划，但也还不错，主要是实际中少买了贝因美这只股票。

（4）乾照光电：乾照光电的原定买入价是 11 元，当时分析它时股价在 16 元左右，之后就是长期盘跌的过程，在这个过程中，该公司报表显示增长放缓，遇到经营困境，因此，我调低了目标价，并且划定了计划分 9.9 元、8 元、6 元、4 元、2 元五档往下低吸区，从实际执行来看，仅买到两档，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二档实际交易价为 7.7 元，未到达 6 元的第三档交易区，该股即于 6.81 元见底。

考虑到该股并没有展现我所强调的龙头风范、业绩反转力度表现不如其他光电企业，因此，我降低了该股的仓位，10.5 元减持了 9.9 元这一档买入的仓位，仅保留 7.7 元的底仓。目前仍持有，等到牛市估值提升与企业业绩复苏的双击到来，再兑现该部分仓位的盈利（见图 9-6）。

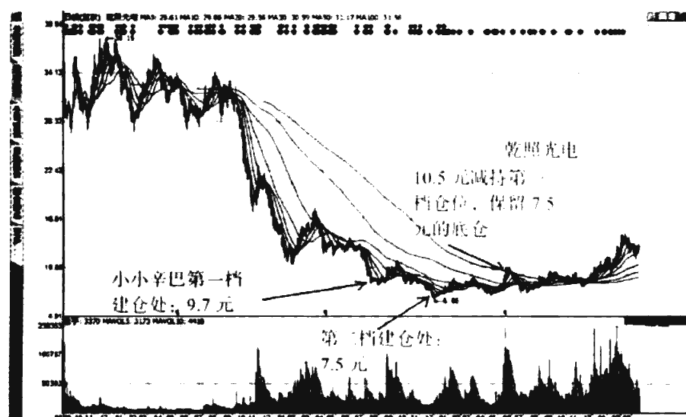


图 9-6　乾照光电的建仓

（5）换股调仓：换股调仓，我认为主要有三类：

第一类是彻底不看好，亏钱也要放弃的品种，这个大家都一样，我只能通过尽量提高分析水平与严格限定买价来减少这一品种的出现。

第二类是高盈利的锁定，由攻击品种调换到防御品种上，以前有过将牛市中涨了 350% 的券商股换成张裕的例子，不仅守住了利润，抵御了熊市下跌，还利用熊市牛股多赚了百分之二三十，实现了利润叠加，考虑到目前显然还不到那个时候，因此，也没必要多研究。

第三类是资金管理的换股调仓，即一旦捕获了靠近个股极限最低价的底仓后，我会依据个股质量与业绩反转时间的远近，而决定是否要抽离第一档、第二档的盈利资金，通过不断滚动操作，搜集的底仓牛股品种越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多，留存资金越来越少，慢慢形成合力，推动账户总资产增值。

（6）资金分配：资金管理，既可以理解为化解系统风险之必需，也可以理解为个股分档低吸之必备。如果没有留存资金，体系也就无法运转，更无法让人在变化莫测的市场中安心。所以，原则上我都会保留10% ~ 20% 的资金，市场整体估值越高，我所保留的资金也就越多。

偶尔因市场极度大跌致使我被迫补入目标股的第二档、第三档时，虽然可能会危及我的 10% 资金底线，但是，恐慌性突然大跌通常也会带来大回升，当我的建仓股迅速回升超过我的第一档、第二档成本区时，我并不会贪心地越涨越高兴，而是坚守原则，宁可少赚些，也要抽离该仓位资金，让现金留存回到原来的安全界限内。

资金分配也有人理解为一种持仓组合分配，一般来说，我会在市场大底阶段，布局攻击类的仓位较多，可能是小盘股 40%，稳定增长股 30%，周期股 20%，现金 10%；跟随牛市上升阶段，可能是小盘股 40%，周期股 30%，稳定增长股 20%，现金 10%；牛市筑顶阶段，可能是稳定增长股 40%，小盘股 5%，周期股 0，现金 55%；熊市下跌阶段，可能是稳定增长股 40%，小盘股 10%，周期股 0，现金 50%。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 1 月 11 日第 2 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章

@富兰克凌

4G 旋风将到，你系好安全带了吗



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年9月苹果收出历史最高价705.07美元，而之后将近8个月中，股价下跌了约40%。富兰克凌，一个死多头忍住外界的噪音和嘲笑，没有放弃一股苹果股份，他坚信自己的眼光。“我自信是因为我懂得”，记者采访多位卓越的投资人都具有这样的品质。

他的懂得源于自己的经历。富兰克凌之前在网易游戏工作过，甚至在带地面推广团队时亲自去网吧推销过游戏终端，这让他对互联网公司开始有所认识，“自己有一些经济学的基础，但在投资上真正开始醒悟却是始于游戏。一款游戏产品就像一个国家，要给其中的元素分配不同的角色，指派他们一个使命，规划这个游戏系统里的货币流通体系，设计货币如何被创造、如何被消灭。

一个正常的经济体随着参与人数的不断增加，以及用户积累的财富不断上升，整个体系应该是趋于温和通货膨胀的，如果出现了恶性通货膨胀怎么办？用户的金币多了，该如何消耗？怎么满足用户的心理需求？反之如果出现通缩了该怎么办？其实你就是处在央行的位置上，看待这样的问题。这在别的行业中是无法体验到的。”

游戏中的通胀和通缩怎么解决？富兰克凌狡黠地一笑：“在游戏中投放一批奢侈品呗，比如说宠物，它不实用，但是解决了回收货币和满足用户心理需求两个问题。面对‘通缩’，则是要想办法激活老用户返场进行交易，这就是从货币政策和财政政策两个角度来考虑的。”

而真正加深富兰克凌对科技产品理解的，是他曾经供职过老牌科技公司惠普，以及目前自己创业服务于国内各大科技类公司，经营品牌服务管理工作的经历。“产品和营销是一个公司的造血端，通过在HP的工作，我对科技产品类公司运营了解得更深刻了。”

科技互联网在近两年都有很大的突破，其中在3G用了近5年之后，国内三大电信运营商终于迎来4G牌照的发放，4G时代科技领域又将掀起什么旋风？正如富兰克凌所言，“4G带来的是跃进，不是渐变，不过，也得看你是否系好了安全带。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对话富兰克凌

4G旋风

《红周刊》：您认为4G将带来哪些变革？

富兰克凌：移动互联网的主流化！这是我最确定的一方面，手机端全面超越了PC端，手机端上网将达30兆/每秒，以北京市为例，大家平均的上网速度在4～10兆之间。在中国，手机和PC的计算能力已经持平，网速方面手机要领先于PC，再加上支付宝等多种支付手段，大家开始发现手机端花钱更方便，网速更快，随时待机，不需关机，永远在线，这样的情况下，对于互联网有什么影响呢？一个就是互联网继续向前大跃进，另一个就是感知计算开始出现。"永远在线"这种模式会支持一些个人数据的上传，穿戴设备有可能会爆发，这样会导致开车、睡觉、吃饭都能够随时进行数据搜索计算。苹果就可以搜集第三方信息，有一些跟人工智能相关的应用，帮你去搜集社交网站信息，分析个人数据，从而给出个人建议、日程安排、路线规划。所以手机未来会成为一个非常重要的入口，它会逐步干掉钱包等多种传统行为方式。

《红周刊》：您如何看待4G产业链条上各个环节的机会？

富兰克凌：我对4G产业链研究不深，浅谈一些自己的看法。首先，出于政治的考虑，这次中国移动采购量国内公司占大头，华为、中兴两家瓜分，欧洲厂商如爱立信也获益，美国厂商基本上没有什么机会，这也是"棱镜门"之后所导致的。对于国家安全来说，像思科这样的公司在中国电信市场上拿了很多大单，但现在出于国家安全要"去IOE化"（IBM是服务器提供商，Oracle是数据库软件提供商，EMC则是存储设备提供商，三者构成了一个从软件到硬件的企业数据库系统）。在经济上，我国GDP排名世界第二，当你发现排名第一的美国，在互联网领域的垄断地位比真实经济领域更强大，这时候大家都会恐惧，因为你能监听所有人，所以在未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4G 这个领域，中国本地的厂商将有大发展，这是政治需要，政治需要导致经济资源再分配。在虚拟世界，落后也要挨打。

围绕半导体（RDA、SPRD、中星微）、互联网（网宿科技）、信息安全（绿盟科技）等领域都发生了并购或大涨。网络安全和国土安全一样，都是长线的稳定开销，并且不会随着全球技术变革而陷入被动，只会随着技术进步，而让我国企业主导的创新越来越强。

《红周刊》：2014 年互联网行业将发生什么变化？

富兰克凌：会有三大变化，第一是客户年轻化，第二是移动大变迁，第三是零售再平衡。

客户年轻化是指互联网原住民 2 ~ 4 岁就开始触网了，他们会越来越多地加入到互联网行业中，整个互联网的平均年龄结构会越来越年轻化，邓小平说的要从娃娃抓起，现在才开始显现。

移动互联网移动大跃进，PC 第一次全面落后于手机，随着手机网速的提升，4G 将带来更多用户体验的变化。优酷 2012 年播放量环比增长了 15 倍，今年可能会更高。高带宽会带来视频行业大发展，因为这个行业过去受到的最大制约是带宽。我们重度的视频应用和游戏应用可能会从 PC 转向电视，回归客厅。

零售再平衡，电商在 2013 年占国内商品零售额 8%，2014 年会加速发展，有可能超过 10%。美国目前大概在 15% ~ 20% 之间，中国未来的终极比例有可能会更高。互联网的核心逻辑是什么？就是缩短价值产业链条，期望把电商的流量倒向店铺去，电商大发展会重塑整个零售业态和经营思路，O2O 已经从标准产品覆盖到了基本生活服务。京东、阿里等主要电商也即将迎来 IPO。

《红周刊》：您认为可穿戴设备 2014 年会爆发吗？

富兰克凌：我看好，但是我觉得 2014 年不会爆发，因为现在市场上对这个概念就是媒体比较感兴趣而已。人要贴身带一件东西是要有很强理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由的，要么功能性特别强，要么符号意义特别强，而消费电子产品每贴身一分，工艺要求就要更提高一步，这方面我还是最看好苹果。有钱、有工艺、有规模、有团队，有软件也有硬件，它的土壤是最合适的。但是我不知道2014年到底会发展到什么程度，它的第一属性首先是时尚，其次才是功能，2014年很可能只是一个市场导入期。

《红周刊》：您为什么会认为大屏时代会终结于可穿戴？

富兰克凌：科技类产品不是把人锁定在产品上，一定是解放人，一定是让人更加自由，这才是本质。下一步我认为手机有可能继续大屏，但是苹果有可能不会太大；第二就是可穿戴的产品将会通过多个感官来交互，而不仅仅是眼球，比如声控，比如体内植入芯片，比如触觉，甚至是嗅觉，我们只需要等待技术成熟。

《红周刊》：另外，对于类似亚马逊这样有用户、没利润的互联网公司是否值得投资？

富兰克凌：亚马逊是属于从底层颠覆的，整个商品流通行业虚拟的东西在增加，实物的东西在减少，物流有马太效应，集中才能更有效率，新技术不断加入，物流成本会大幅度降低，还有新能源，只要科技发展，都是有利于亚马逊的，只不过是亚马逊这盘棋下得太大了，它总是把有限的利润全部再投入，所以市盈率很高。这样的公司只要用户在增长，研发在不断激励自己向内生性方向去走，我觉得是可以投资的。我同意方三文的看法，有用户没利润的互联网公司是比较好的投资时机，需要注意的是匹配整个宏观经济的节奏。另外，等好公司出现坏消息，只要不是行业整体趋势变坏，短期利空都是买入点。

苹果熟了

《红周刊》：终端您仍然最看好苹果吗？

富兰克凌：必须的！苹果要做的远不止是手机，它相当于一个设备运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营商，围绕IOS系统要做很多事情，以后设备远不止于一个手机，但手机是设备的核心，而且它会像一个黑洞一样，整合很多功能进来。

2014年苹果会有很多新产品出来，而且这些新产品是创造新品类的。比如软件层面iOS进驻汽车行业赢面较大，APPLE地图产品不断壮大，“APPLE ID+iBeacon+指纹”构成一个移动支付平台和零售自动化解决方案的雏形初现，iwatch智能装备市场有可能爆发等。软件和硬件是可以彼此转换的，对于汽车来说，iPhone是软件；对于娱乐来说，iPhone是硬件，软硬件一体化会成为一个庞大的应用支撑平台，对于我们个人来说，iPhone就是我的ID，可以打开钱包、房门、汽车、家电，一切。苹果公司的股价走势如图10-1所示。

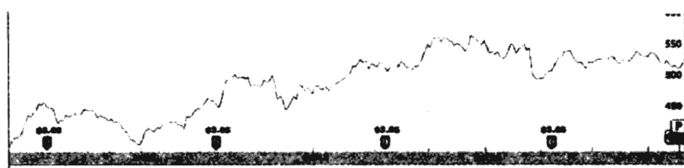


图10-1　苹果公司的股价走势

《红周刊》：很多人质疑苹果的持续创新能力，您怎么看？

富兰克凌：很多创新是不可见的，我是在乔布斯去世之后才开始看多的。2011年我觉得移动互联网来了，不换一个智能手机就落伍了，换成苹果之后，发现产品品质完全不一样，这是第一。第二，苹果公司做企业是有长远规划的，而且像赌徒一样疯狂，比如说它做铝制外壳，去澳大利亚几乎买断了最好的铝锭产能！第三，一般的手机厂商生产、服务、营销都是外包，基本就是贴牌，导致企业不知道用户是谁，反正就是卖货。这样的商业模式是陈旧的，苹果是一竿子捅到底，围绕客户形成了软件、硬件、内容和服务的生态，这种模式一旦起来，就把用户完完全全锁定了。

比如，苹果在传感设备领域和Nike合作的程度比较深，苹果里有一款Nike Plus的免费APP，跑步时可以累计里程、朋友之间PK、活动统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等，跑到一定公里数，会有提示“你的鞋该换了”，创新纪录时还有刘翔给打气，体验很好。我用了那么多苹果的软件，如何换得了安卓和windows？2012年的剧烈下跌是因为大家不看好iPhone5，但是销售结果呢？很多人认为苹果不出大屏就会挂，但是结果呢？销售创历史新高。

《红周刊》：您对目前苹果的估值怎么看？会不会市值太大，涨不动了？

富兰克凌：第一，目前公司5 000多亿美元的市值中至少有1 500亿美元的现金；第二，它的市盈率目前约14倍，而谷歌是25倍左右，而且它下一个财季净利润一定是创新高的，毛利率没有太大的变化。

很多分析师还在用硬件厂商的眼光来看苹果，估出的市盈率最多也就15倍，最低大概10倍，但是把它作为一家互联网公司来看的话，只要手机一直在卖，APP消费是持续上行的，现在互联网的业务占比不到20%，等到这个数值大到30%以上的时候，怎么估值？同时硬件利润还很不错，每个季度还有3.05美元的分红。因为苹果的评级较高，作为大额资金可以做积极的配置，定期“write put option”，收取权利金，比较稳健，这方面的操作可以平衡一些“市值大、涨得慢”公司的不足。

视频春天

《红周刊》：资料显示，您最近半年一直在加仓优酷土豆，为什么说优酷的上市、增发、合并土豆都是正确的选择？

富兰克凌：现在和之前不一样了，视频这个行业确实是以互联网状态存在的，但是它还不是一个纯粹的互联网公司，优酷现在做的事情是什么？过去是尽快上市，把对手挤兑死。最早我的长辈在2000年在美国做过YouTube一样的创业项目，那时候早期的视频行业要火，必须是要靠病毒性视频的传播爆发，一秒触发几万次、几十万次的点击，没有足够并发带宽，视频就火不起来。2001年他们遭遇了互联网泡沫破裂，而且在那时候，投资人没有花百万美元去烧带宽的先例和气魄，于是就玩不下去了。后来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

YouTube 能起来，是因为刚刚好，而且比起白手起家的大陆移民创业者，投资人对拥有 PayPal 背景的陈士骏的信任是要高出好几个量级的。所以我认为，在前期竞争中，烧带宽、烧研发、买大剧的背景下，高位 IPO 是完全正确的。并购土豆的目的是要做到最大，做老二非死不可，只有规模最大，才有网络效应。自媒体现在在优酷上兴起，某些自制剧单集点播量过亿，这是优酷现在最大的特色与爆发点，因为在优酷上，搞自制剧的可以最快出名。

之前很多人不看好视频，认为这个行业是价值毁灭，不断烧钱才能持续经营不是一个好生意，但是现在平衡了。整个用户的消费结构开始变了，现在公司部分业务向一个制片公司和电影公司的方向去发展，可以赚几方面的钱。比如作为制片方可以赚钱，掌握用户数据可以做精准广告点位推广或优化，或者双方共同造星，向电视台、电台、电影等推荐，成为最牛的经纪平台，视频内广告和付费支线剧情都是可以做的。

《红周刊》：那么，电影业务是一个好生意吗？不少人认为电影“高风险、高成本、低门槛”。

富兰克凌：优酷的电影业务和传统的方式不同，它不需要大明星。优酷介入的阶段比较早，成本都很低，所以风险不高。即便这些自制剧院线不能发行，还可以线上发行，它们前期成本低，再找些广告商，成本就回来了。优酷面对的不是一个大导演和一个团队，它面对的是大量崛起的草根演员和导演。另外，它是联合制片，中国电影行业火爆，线上线下发行配合好，电影不要太糟糕，怎样都可以挣钱的。2014 年很快会发生一些重量级的并购，中国作为全球最大的娱乐市场，一定会成为大制作、大创新的策源地。而互联网的加入，更是加速推动了电影和文化产品多层次分发的效率和效果，确保了最后的投资回报。整个文化产业一定会迎来巨大的繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：在视频行业中也是“老二非死不可”吗？现在龙头公司有三五家，您怎么看它们的竞争格局？

富兰克凌：听低俗的东西并不妨碍欣赏高雅的音乐会。几家有可能维持目前的竞争格局，原因在于虽然视频行业技术上差异不大，但内容上有风格性的差异。优酷土豆、爱奇艺、乐视、搜狐视频都形成了自己的风格，优质视频内容的重要性已显著超过技术平台本身，而优酷的特点是和自制团队结合度较深，强化在自制内容、UGC、PUGC 领域的优势。

《红周刊》：看视频黏性小吧？

富兰克凌：自制剧保证了高毛利，短期来看，高毛利不一定立刻反映在现金层面上，有可能是会先体现在品牌层面或者未来的广告价值上。用户看视频都是冲着内容去的，而不是冲着平台去的，而优酷这边可以自己产剧，而且产的成本低，大量的草根中总能淘出一大批比较优秀的，所以现在稍有点实力的自媒体团队都需要优酷平台。买大剧纯粹是买流量，利润很少，黏性很差，并不划算。

《红周刊》：这么说视频行业的春天就要来了？

富兰克凌：第一，用户在网络花钱的消费习惯已经在养成，付费不是门槛。另外，从 2013 年圣诞节开始，大家是不是发现微信中的短视频突然多起来了（中国网络视频市场 AMC 模型如图 10-2 所示）？第二，带宽增加使得看视频更方便，这是 4G 带来的，综合流量资费也会趋于下降。第三，视频比较接近终极的娱乐形态。电视台为什么要做综艺节目，也就是自制剧，因为这样才能利益最大化，高利润，高黏性，能培养自己的团队和明星。买大剧，中间插播 10 条广告，成本可能都收不回来，不如搞综艺节目，“芒果台”的自制综艺多赚钱啊！一旦培养起用户自制剧，这就是爆发式的成长。4G 创造条件，广告主的商业力量跟进，导致视频行业一定是大发展的。因为，只有视频才能完整传递品牌体验，这和高端商场是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道理。体验，不是以往的图文互联网能够传递的。

优酷在自制剧方面是走在最前面的，虽然竞争加剧，甚至高晓松还被挖角，业界盛传他以 2 亿人民币转会爱奇艺，令人咂舌。这都说明了视频行业的春天即将到来。爱奇艺重金去换取时间、流量和客户，确保在视频行业的春天能够更加稳固一些。

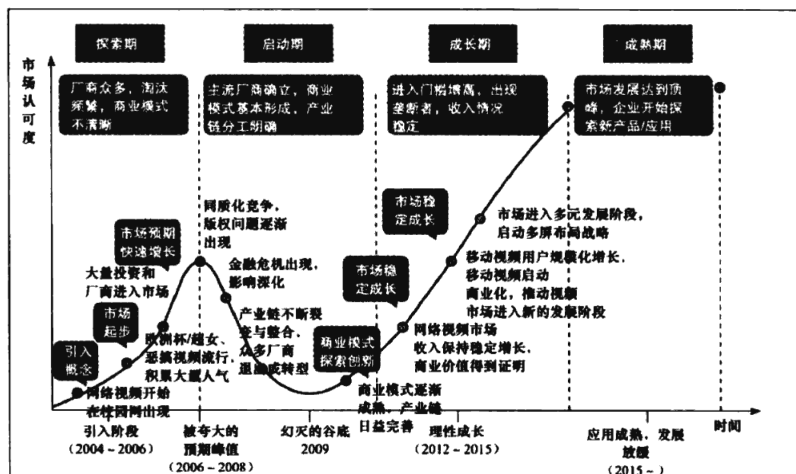


图 10-2　中国网络视频市场 AMC 模型

资料来源：易观国际－易观智库 eBI 中国互联网商情　　www.enfodesk.com
SOURCE：EnfoDesk © Analysys International　　www.eguan.cn

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 1 月 18 日第 4 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

@梁剑

i 美股是怎么滚成雪球的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年 5 月底 i 美股正式上线，2011 年投资者社交网络“雪球”发布，2013 年 7 月份 i 美股宣布“变道”，一举变身为 i 美股资产管理有限公司，在开曼群岛注册成立，致力于美国、中国香港二级市场投资。截至 2013 年 12 月 31 日美股收盘，i 美股基金收益达约 29%，如果说这个收益率是在 30% 的持仓、运行不足 3 个月情况下取得的，你会不会惊讶与疑惑？ i 美股基金创始人梁剑先生将娓娓道来公司三年“两连跳”背后的故事，以及 i 美股基金“出海扬帆”的情况。

对话梁剑

专注于国际互联网的私募基金

《红周刊》：公司三年实现“两连跳”，是事先深思熟虑还是误打误撞？媒体转型的思路是怎样的？

梁剑：我在网易工作了近 10 年，期间带领过新闻、产品、技术等团队，但很晚才接触投资。由于获得一些期权，2008 年年底开通了美股账户，此前我连 A 股都没参与过。当时中文的美股资讯非常缺乏。2009 年年末，和前同事方三文商量决定创业开办一个美股资讯网站。2010 年 5 月底 i 美股上线，作为一个 1.0 的美股资讯网站，我们运气比较好，下半年就有一批中国的互联网公司上市，比如优酷、当当、奇虎等，在当时相对空缺的市场里，我们做一些美股资讯的翻译和内容分析、评论，很快就取得了市场垄断地位，并获得天使投资和 VC 投资。但我们发现市场整体的容量是有限的，国内做美股的群体大概 30 万人，在这样的体量下做一个媒体的发展空间比较小。我们也想过往更大的市场去扩张，比如 A 股，但是 A 股财经资讯市场的市场格局已经确定，有门户的财经频道（如新浪财经）以及专门的财经网站（比如东方财富网），按照我们原来的编辑（分析师）主导的模式，即使雇用几百人，投入他们几倍的金钱，也很难取得多少市场份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额。后来决定用微博、Facebook 这样的形式来做财经内容，于是雪球就应运而生，摆脱了依靠编辑产生内容的传统模式。

雪球的内容来源分两部分：一是新闻，从各大财经网站上摘取；二是分析评论，来自参与的用户，这样扩展到 A 股、港股市场上，内容产量有了保证，用户黏性也比传统模式强，具备更深的“护城河”。雪球其实是不区分美股、港股、A 股市场的，对投资来说，只要资金是自由流通的，就没有市场的差别。雪球通过机器检索，给用户提供了个性化的股票新闻订阅；同时，雪球的用户（投资者）源源不断地生产上市公司的内容，又供其他投资者订阅和讨论，建立起投资社交网络。这个背景下，i 美股作为美股中文资讯的作用将日渐式微。因此，我们决定放弃 i 美股的内容生成，相当于将原来的 i 美股关闭，团队转去做资产管理。这就是目前 i 美股的状态。

i 美股激流勇退，确实有很多人觉得可惜，但是从更长远的角度来看，i 美股作为一个小众群体的媒体，天花板很容易看到。而做资产管理，有更长远的未来。

《红周刊》：i 美股基金跟国内 QDII 产品的区别在哪里？

梁剑：最大的区别就是我们将投资的方向定位在美国、中国香港市场上的中国互联网公司，而目前国内一些 QDII 产品在这个领域的配置非常少，它们出去后，要么是买海外上市的中国国企，要么是国际著名的一些能源、矿产公司。但中国内地最优质的互联网上市公司都是在美国和中国香港，比如腾讯、新浪、百度、奇虎等民营企业，因此中国内地投资者失去了分享中国互联网成长果实的机会。

《红周刊》：为什么选择美股市场与互联网行业？

梁剑：第一，越来越多的投资者有将自己的资产全球化配置的需求，而在这个环节里美股市场是不可或缺的。第二，美股市场几乎汇聚了全球最优秀的企业，不乏我们非常熟悉的公司，比如苹果、星巴克等，而中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀的互联网公司又集中在美国上市。第三，整体上美股可以出现更多低估的机会，这与市场的准入制度是相关的，美股上市门槛很低，导致供应几乎是无限的，而A股在市场审批制下，很多标的由于稀缺性而常年维持估值溢价。第四，从更长远的时间点来看，互联网行业仍处于高速增长阶段中，而中国互联网的增速远远高于发达国家同行业，一方面中国人口基数庞大，互联网普及还没有那么高；另一方面，中国互联网替代传统经济的侵蚀速度快于发达国家。另外，基于自身和团队背景的优点考虑，所以选择了美股和互联网。

《红周刊》：不同制度因素、做空机制、黑天鹅事件、浑水报告等，如何把控海外资金的这些风险？

梁剑：风险是任何市场都存在的，区别比较大的是A股市场中"壳"是值钱的，公司退市的概率比较低，在美国对公司造假等惩罚力度非常大，出现问题可能直接面临死刑，从这个角度讲，美股风险更高。我觉得减低、避免风险的办法更多在于公司以及买入价格的选择上——是否投资了更可靠的公司，以及是否在安全的价位买进。美股市场信息更为透明以及监管全方位，为我们提供了更多鉴别的办法和更丰富的投资标的。在所有的中国公司里，相对而言，我认为互联网企业，是最阳光、最健康的。

《红周刊》：i美股基金的投资理念和思路是什么？

梁剑：投资理念还是买股票就是买公司，花主要的时间找到好公司，在具有安全边际的价格下买进，分享公司成长带来的果实。虽然今年短时间内我们的年化收益非常可观，但是我们清楚地知道，这有不可重复的偶然因素在里面，也有市场本身的因素，长远考虑，不会期待每年非常高的回报，平均下来20%的年化收益就很不错了。我们仍会采用比较保守的投资，分享公司成长的利润，基于前面的判断，是能够达到这样的收益目标的，所以并不打算采用太冒险激进的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：这样的投资理念是不是和您本人的经历有关？

梁剑：是的。我的投资经历不多，但比较幸运的是，很早我就不相信那些电视、广播里讲股的专家，也不认为股价过去的图形曲线与未来股价有什么关联，这是依靠简单的常识和逻辑思考得出的结论。

但至于什么方法靠谱，开始也没有清醒的认识。后来偶尔看到段永平的博客，看到谈投资网易、通用电气以及雅虎等案例，还看了一些投资方面的书，才逐渐认识到“买股票就是买公司”的道理。

另外，之前个人做投资时也吃过一些亏，对于美股做空和杠杆性风险有很深刻的教训。2011年我的个人账户曾经在30多美元做空优酷，市场的非理性无法控制，优酷在几个月之内最高上涨到近60美元，这笔操作亏损严重。之前亏损的经历使我认识到两点：第一，在做空的时候，即使你的判断和方向是对的，但也有可能熬不到黎明，市场有时候是无理性和疯狂的。第二，要慎重使用期权等杠杆，因为期权是有时间价值的，是时间的敌人，而投资要以时间为友。做多时如果公司没问题，市场先生情绪出现了变化，仍可以放心持有，毕竟所持有公司的股份数量没有变化，但如果用了杠杆，资金有可能在股价涨跌中变为零。

如果能坚持“买股票就是买公司”的理念，目光会长远很多，心态也会平和，对投资回报的期望值更理性。

钟情“黄赌毒”概念股

《红周刊》：您曾经说过“如果还创业搞互联网的话，必然是与‘黄赌毒’相关的”，这句话怎么理解？

梁剑：这里的“黄赌毒”不是字面上的意思，而是泛指各种直接满足人类原始欲望、顺应人性的产品和服务。比如，好逸恶劳、贪生怕死、贪财好色，这些都是人类本性。洗衣机的发明和流行，都是人类本性驱动的。未来说不定还有全自动化的厨房机器人，一篮子解决做饭、洗碗、打扫等问题。为懒人提供服务的这些行业无疑都是非常有“钱途”的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于我们此前看好的彩票行业，是和“赌”相关的，游戏行业可以看作另外一种“毒”。政府为什么对“黄赌毒”限制打击？从另外一个角度来看，凡是需要大力鼓励的东西易用性或者黏性都很差；凡是被严厉打击的则非常吸引人。从商业模式的角度来看，“黄赌毒”这类行业的用户黏性非常高，赚钱也就很容易；从投资的角度，尽量买满足用户高频、终生（至少长期）需求的公司。比如，网游曾被认为是精神鸦片。在网络游戏里面，玩家付出了感情、精力、时间、金钱，里面有他的朋友、敌人、情人等，建立起一个完整的社会生态链条，用户的消费意愿也非常高，因为在那样的虚拟世界里，花较少的钱就可以买到现实世界里无法体验到的东西，比如荣誉感、成就感等。所以，这些公司都是非常好的投资标的。

《红周刊》：手游的“护城河”似乎没那么高？

梁剑：如果笼统地说，我看好的是在线娱乐行业，而非仅仅指网游和手游。YY 音乐、唱吧、9158 也属于在线娱乐产业。具体到投资哪家公司，还要考察公司的产品、管理层、公司文化、公司所在细分市场的竞争性，以及整体市场空间等，而不是只看行业。以前游戏行业利润比较高，吸引了很多竞争者进来，导致竞争非常激烈。比如手游，现在进入的门槛很低，大多都是吃快餐的搞法。如果这个时候投资单个产品或者公司，和押宝并无差别。从保守的投资角度来讲，还只能依据现有成功的产品来估值。另外，上游竞争激烈，最关键的一环就是渠道和平台了，最终还是落脚在奇虎 360、百度、腾讯等公司上，所以我们虽然看好这个行业，但不一定会根据某一款产品去投资单个公司，可能从产业链和整个行业来考虑。

在线娱乐产业还在往电视机和家庭客厅这个市场去扩展，我看好这个产业未来的发展空间。比如现在我们父母这一辈人，退休之后除了健康问题，最大的烦恼就是孤独寂寞，他们还没有在线互动的娱乐方式。我觉得，等到我们使用互联网的这一代人行将就木前，在线娱乐可能就是一种非常重要的精神慰藉方式了，那个时候的显示屏幕可能不是电脑和手机，输入方式也可能不是键盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：您说过，“经过一年大涨之后，在美股上市的网游公司可能还是比国内相关公司便宜”，为什么？

梁剑：在美国上市的中国网游公司更偏重于PC端的网游，国内跟游戏沾边的上市公司更侧重手游，游戏从PC端转移到移动互联网是一个趋势，所以手游概念股炒作火热，可以理解。整体来说，优质的游戏公司大部分是在海外上市，国内上市门槛较高，而且上市过程不具可控性，导致国内市场互联网和网游行业公司可选择的标的非常少，市场稀缺性又导致溢价过高。另外，国内上市的公司原本主业并非网游，而是通过并购类似的业务实现，被并购的资产不见得优质，只是因移动互联网概念以及国内资本市场特性获得非常高的溢价。但作为二级市场投资者，我们这个时候再通过上市公司去投资这些业务，就显得性价比很低了。所以要投资中国最优秀的互联网公司，港股和美股仍是最优的选择。如果资本流动是自由的，为什么不去选择质优价廉的标的呢？

《红周刊》：您看上在美国上市的“500彩票网”也是基于“黄赌毒”的投资理念吧？

梁剑：对，彩票是中国唯一合法的博彩行业，如果股市不算的话，500彩票网又是互联网运作模式。我们在研究中发现，这个公司起码应该是10亿美元级别的。原因在于：第一，中国的博彩业未来还有巨大的增长空间。第二，彩票这样的东西，其实是最适合互联网无纸化的。而中国彩票业的互联网份额还非常小，如果不是因为政策限制，互联网将大规模侵蚀线下市场。第三，我国彩票主要分为福利彩票和体育彩票，淘宝等互联网巨头占据的多是数字彩的地盘，吸引的是打酱油用户，而500彩票网吸引的是专业彩民，主做体彩，专业彩民下单量大、购买频繁、平均购买量高，网站还为彩民提供了论坛等交流平台，客户黏性高。所以我们除了IPO认购，在市值6亿多的时候又加了一些仓。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014年1月25日第6期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

@付羽的投资笔记

如何把控基本面和市场若即若离的暧昧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014年年初，TMT行情依然延续。而数据显示，在过去的2013年，A股市场有188只个股一年中实现股价翻番，占全部A股总数的7%，而排名前十的牛股中，TMT行业霸占了七席，占比高达70%。很多人将这些牛股与“炒作”“资金推动”等字眼联系在一起，从而远离了相关市场。

> “投资逻辑非常重要，有业绩有逻辑一定会涨，有业绩没逻辑只会涨一步看一步，没业绩有逻辑都会时不时搞一把！

不可否认，或许存在相关的因素，但支撑行业或者公司背后的驱动因素到底是什么？市场逻辑真的一点都不重要吗？面对结构日益分化的二级市场，与其遗憾离场和沾沾自喜，不如正视现实、寻找原因与机会。付羽先生认为，基本面固然重要，但在A股不懂得一点市场和交易也是不行的。

对话付羽

如何选中青岛海尔

《红周刊》：2013年您主掌的公司自营账户收益不错，而且低换手、大市值，几乎没参与创业板公司，我非常好奇，您都买了什么？

付羽：主要买入的是食品、汽车、家电、冷链等行业的公司。上半年买过创业板个股，后来涨太多就卖了。下半年没参与创业板并不代表我否认它，我并不觉得市场一定错了，只不过很多股票估值超出了我个人的理解范围。

《红周刊》：您的选股思路是什么？

付羽：第一看行业空间；第二看公司竞争力，即确保广阔空间里有一块“蛋糕”是自己的；第三就是看目前的价格是否合适。这只是大概的思路，每一笔操作都有其各自的逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：被您选中的个股中，能否举一个例子谈谈当时的选股思路？

付羽：那就说说青岛海尔吧，目前已经没有这个公司的持股。家电之前估值一直相对不高，而且大家认为家电不算是新兴行业，比如空调的天花板在 8 000 万台左右，最近两年已经到了 6 000 多万台的使用量，只从量上来看，确实有快到天花板的迹象，也正是由于这个原因，我在选择家电股的时候，没有买格力电器，而是选择了青岛海尔，因为海尔所做的事有可能突破这个天花板。

2013 年年中开始看海尔，它是一个比较偏重互联网的企业。公司和互联网的联系并不是最近两年才开始的，张瑞敏在十年之前就提出过相关战略。他提出要进行重构，要把整体流程缩短，要做到零库存，还要把公司做成平台型，将供应商、经销商包括用户都放进来，这些都是比较前瞻性的想法，是比较符合互联网思维的。

《红周刊》：海尔既然十年前就提出拥抱互联网，为什么到现在效果还不是很明显？

付羽：我觉得张瑞敏的思维很超前，但过于超前并不见得是好事。不过现在的环境在变化，且朝着对海尔有利的方向在改变。随着上网的人越来越多，现在包括 50 后都开始接触互联网购物，标准化、单价贵等特点的家电产品比较适合互联网销售。周围环境具备了，公司的优势就会慢慢显露出来。

《红周刊》：电商对传统企业更多的是颠覆，如在销售方式和物流系统上的巨变，主流的电商平台如京东、淘宝等，对海尔自己的物流系统没有冲击和威胁吗？

付羽：家电的物流是有专业性要求的，比如除了运输，还需要后期维护，这就要求经销商有专业的后期服务团队，海尔前几年就在发展自己的物流平台日日顺，这就能涵盖从运输、安装到后期维护，这样的拼图做好之后，就很适合做电子商务了，这方面海尔与行业内的同类公司相比有较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的优势。

《红周刊》：这个符合您刚才说的第二点（同行业相比具有竞争力），那第一点呢，行业空间体现在哪？

付羽：海尔控股的香港上市的海尔电器（01169.HK）很多时候被涵盖在物流板块里，其实只要有了这样的平台，还可以做很多事情，海尔自己也说过，将来可以不只做家电，比如家居等和家有关的一切产品都可以涉及，都能依托这个平台而发展。公司正在从一个制造型企业向一个平台服务型企业转型，这样的行业空间就远超家电的行业天花板了，我买海尔没有把它仅仅看成家电企业。

《红周刊》：您为什么在去年年中这个时点开始关注并考虑买入？

付羽：当时海尔估值在10倍以下，市场给出这样的价格，很大程度上只是把它看成一个家电企业，所以估值不高。市场误解或者不能反映公司完全信息的时候，是一个好的介入时间点。

《红周刊》：怎么给出一个公司的合理估值？

付羽：大概每人的估值体系都不一样。公司相对比较好估值的阶段是进入到一个成熟期，不同的企业进入到成熟期之后都会有一个估值中枢，而且因企业商业模式不同而估值中枢差异很大，比如可口可乐商业模式很稳定，客户具有黏性、忠诚度高，这样的快消品公司进入成熟期后，给出的估值中枢相对较高，还有一些公司属于耐用品行业，估值中枢就会相对低一些。在我个人进行估值时，一般先找到成熟时期的时点，评估这个时期的合理估值，再根据目前的市场份额、竞争力等因素倒推，给出一个大概的针对目前的合理价格。

《红周刊》：您目前还有没有青岛海尔的持股？说说公司的风险点吧！

付羽：很多人认为近期海尔的调整和地产相关，我更倾向认为和智能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家居相关。海尔因为互联网上涨，因为智能家居而下跌。海尔作为现有行业的龙头，“弯道”的出现并非是好事。做好了，无非是行业地位的维持，做不好，则存在“被弯道超车”的可能性。再看海尔在智能家居里的布局，我只能用华而不实来形容，海尔的“u-home”推出了多个模块，什么灯光模块、电子门禁、电动窗帘模块等，分析中国人的现实需求，所谓的能源管理、电动窗帘都华而不实。

智能家居一定是需要杀手级别的产品出来才能逐渐落地，这种产品不一定大而全，但要短小精悍、找准定位迅速病毒式蔓延占据入口。而比如美菱的智能冰箱，其特有的食物识别系统我觉得如果能再加以改进延伸，或能一定程度上满足用户食品安全上的需求。当然，我们还需要再观察，暂时还无法下结论。

《红周刊》：还有其他卖出原因吗？

付羽：除了以上的风险点外，还有就是短期涨得太多了，我觉得投资还是要讲究安全边际的。我持股有一个原则，就是当一只股票半年内的涨幅超过利润年复合增长率的两倍，就会考虑卖出。因为青岛海尔未来几年平均年利润增长大概在20%左右，考虑一些超预期因素，30%算比较乐观了，而海尔半年内最高的涨幅接近翻倍。这种短期的暴涨至少有部分市场情绪在起作用，最后很可能需要时间来修复估值。

> “具备了系统性思维，你才能发现市场在更多的时候是理性的，或者是有效的。”

杀手锏——系统性思维

《红周刊》：能否谈谈近几年您投资的心路历程？

付羽：之前作为一个散户时，我的操作是市场事件驱动型的短期交易机会，后来进入专业机构后，觉得作为散户通常贴市场太近，反倒会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷失自己，就开始接触价值投资，发现关注公司长期的基本面，反而是比短期事件更应该坚持的东西。现在我认为市场和基本面并非相互排斥，虽然它们是一个对立统一的矛盾体，但不能因为贴近市场而否定基本面研究，也不能因为基本面研究就必须远离市场。我现在更追求两者相互统一，希望能找到其中的平衡点。而其中的关键在于，要有系统性思维，而非线性思维。

《红周刊》：能否详解一下所谓的"系统性思维"和"线性思维"？

付羽： 举个简单的例子，比如今天某股票涨停了，其持有人就非常高兴，这就是典型的线性思维。因为这种单日的涨停几乎不能说明什么问题，即使从技术分析的角度去看也意义不大。对于公司而言，不应该因这种短期的、没有持续性的强势而受到诱惑，还是要关注长期的发展空间、竞争力等因素。

《红周刊》：太抽象了，还是举个例子来说说吧！

付羽： 比如西王食品，2013 年中期利润增长约 40%，利润增长这么好，为什么估值还这么低？如果只是从这个信息中得出低估的结论，这就是线性思维。如果仔细研究一下，就会发现公司股价不涨确有原因。

公司主做玉米油，这个产品非常受玉米胚芽的限制，而玉米胚芽不可能无限制供应，仅此一方面对公司来讲就是一个天花板。而且公司规模相对较小，做的是一个差异化的产品，在一个有巨头把持的行业里做差异化产品讲究的是快速突围，比如王老吉在饮料市场中的案例就很值得借鉴，但我看到西王的差异化尝试迅速引起了行业领导者的注意并展开了拦截行动，比如益海嘉里、中粮也迅速推出同款产品，公司很容易被限制。

如果只看到去年单年利润增长，而且还是因为原材料下跌所造成的，就认定 40% 的业绩增长很不错，这就是线性思维。如果你能看高一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层，认识到由于原材料的限制公司很难做大，同时行业地位中竞争力不强，这才是有效的思维方式。有了系统性思维，你才能发现市场在更多的时候是理性的，或者是有效的。当然如果公司未来能有其他变化，可能又会回到我的视野。以动态开放的眼光来看公司，也是系统性思维的一部分。

《红周刊》：系统性思维也是一种能力，不是人人都能学会的。是这样的吗？

付羽：投资需要去看跟哲学相关的书籍，所谓的“市场逻辑”，有一个重要的前提是“客观”，因为我们讲的是市场的逻辑，而非某人的逻辑，这就要求有感知外部的能力。

我觉得更多时间市场是对的，要用更多精力去研究学习市场，但也不能认为市场说什么就是什么，坚持自我的同时也要感知外部世界，只有两者结合起来才能更接近真相。如果和市场贴得太近，观察到的东西就是杂乱无章的，而不是逻辑，即“不识庐山真面目，只缘身在此山中”；只有站在相对高的地方，才能归纳逻辑，但又不能说归纳出来的东西就是对的，还得经市场检验，这就是矛盾统一的关系。

很多人做不好投资，有一个致命的缺陷在于，他觉得投资是二元论的，即“不是A就是B，不是黑就是白”，他们认为，价值投资者就应该完全忽略市场，我觉得这样的思维也不对。

《红周刊》：如此说来，所谓的投资框架也应该更灵活应用吧？

付羽：对，再举一个例子，冷链行业中我选择了烟台冰轮，对于这个公司，投资思路又不完全一样了。首先第一点行业空间大，没有问题。但对于公司现阶段的竞争力却不是最重要的考虑因素。

冷链这种公司处于行业中游，下游面对的是企业，中游公司的优势不像消费股区别那么明显，中游公司更大的决定因素在于下游的拉动以及弹性，这种行业是买一个景气度提升的逻辑，在这个逻辑下面，有时并不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争力越强的公司越好，反而是竞争力不强的公司弹性更大。

投资框架有非常多的驱动因素，在不同的情况下最主要的驱动因素是不一样的。作为投资来讲，要具备这样的能力，即看到公司的相关信息之后，就能够找到这个公司在不同阶段最主要的驱动因素是什么。接下来市场表现是景气拐点还是估值修复，都是不一样的，不能用统一的框架去定义所有的企业，这也是系统性思维。

“投资者很多问题在于太低估趋势和周期的力量，因此在左侧的时候总是过早杀入，而在右侧的时候则犹豫迟疑”

安全点——远、近期因素共振

《红周刊》：今天的案例很丰富，再讲一些投资失败的例子吧？

付羽：典型的一种失败就是“买了不涨”，即所谓的“价值陷阱”，比如我买过上汽集团，单从基本面上看，公司不止这个价格，公司有利润，但是不放出来。对于这样的公司就应该把公司诉求、体制放在第一位，如果没有诉求，再强的竞争力也没用，制约股价的要点就是体制。还有一种情况是长期因素和短期因素的博弈中，过分估计了某个因素而忽略了另一个因素，比如去年中期我买过张裕A。

《红周刊》：当时买入张裕A的想法是什么？

付羽：看一个公司先要找到现阶段的主要驱动因素，张裕前十年的主要驱动因素和茅台是一样的，即吨酒价格上涨带来的收入和净利率双升，这种乘数效应很恐怖。而未来张裕的主要驱动因素则要进行切换，要从吨酒价格上涨切换到销量的增长。

葡萄酒的人均消费量还有非常大的提升空间，所以未来葡萄酒的销量增长作为主要驱动因素是能够说得通的。但是张裕要先后经历两个阶段：第一阶段在于从高端向大众的转换，这是一段痛苦期；第二阶段是大众化后销量的提升，这是另一段成长期。目前的张裕，处在第一阶段的后半段，也是黎明前的黑暗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去年买入之前，我还是比较期待张裕的第二阶段，而之所以在第一阶段就开始抄底，是因为我觉得张裕的估值已经足够便宜，市盈率 10 倍的情况下，即使利润下降一半，如果股价不变，那么市盈率是 20 倍，这样的估值面对第二阶段的成长期还是能够接受的。但是后来发现我有点想当然，面对第一阶段的黑暗，大部分投资者是没有信心持股的，因此不可能出现"利润下降一半，股价不变"的情况，最后的路径很可能是，第一阶段末期在利润下降一半的情况下，股价也跌一半，那么市盈率依旧是 10 倍，这时市盈率低了也没用。

《红周刊》：张裕随着第二阶段的到来，是否会迎来一次双击的机会？

付羽：有可能。股票市场就是这样，当基本面恶化的时候，很少有人耐心等待下一段成长期。而我也认为，作为一般的投资者也没必要硬扛第一阶段，当我明白了这点后，就没再买入张裕。我认为现在应该耐心等待张裕的右侧时机，投资者很多问题在于太低估了趋势和周期的力量，因此在左侧的时候总是过早杀人，而在右侧的时候则犹豫迟疑。

我认为除了认识到股票不同阶段的主要驱动因素切换外，还要认识到远期和近期因素的博弈过程，这也是一种系统性思维。股票走势受到多个因素影响，这就要求你评估，多因素是一个什么样的时间级别在影响股价，合力是往哪个方向的。不能因为远期看好一只股票，就对近期特别强烈的利空因素视而不见，最好的办法是找到远、近期因素同时向好的共振点，这样是最安全的。

《红周刊》：2014 年最值得关注的主线，您认为是什么？

付羽：大消费和环保。食品饮料长期看好，现在处于业绩真空期，2013 年年底的时候估值偏高，如果短期有契机点就开始关注。另外在关注汽车零部件 AM 市场（售后维修市场），这跟汽车保有量有关，汽车保有量慢慢增大到一定程度之后，没有经过整合的市场存在机会。总之，有空间、新模式是我选股的最重要的因素，没有之一。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 3 月 15 日第 18 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

@耐力投资

价值投资，成长还是价值

投资最核心的任务是管控风险和减少犯错。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耐力投资，《菜鸟看财务报表一学就会》一书作者，数学硕士，毕业后做了几年大学老师，之后服务于北电、华为、思科、IBM、EMC等多家知名IT企业，先后从事IT工程师、销售经理、渠道经理等职务。2007年股市最高点杀进A股市场，开始时业绩一塌糊涂。之后开始看书学习和思考总结，广泛阅读国内外资本市场史以及众多投资大师的经典著作，目前主要以美股和A股投资为主，港股刚刚介入。采访过程中，记者感受其最深的性格特点是理性、理性、还是理性！

价值投资——成长还是价值

在基本面投资领域，关乎价值股还是成长股孰优孰劣的争论一直没有停止。最传统的价值投资，强调的是“以4毛钱的价格买1元钱的东西”，这一理论的鼻祖是本杰明·格雷厄姆；菲利普A. 费雪是“成长股”的投资先驱，“买入最优秀公司的股票并长期持有”是其显著特征。巴菲特在费雪的滋养下，将其从格雷厄姆那里学到的投资哲学升华至“以合理的价格买入优秀的公司”。有人将此比喻成公鸡和母鸡的区别，如果4毛买了价值1元的公鸡，最终得到的仅是估值回归，不妨也可考虑1.2元买入价值1元的母鸡，因为母鸡还会源源不断地“生蛋”。什么是合理的价格？成长型投资与价值型投资到底有无本质区别？耐力投资认为成长与价值两者“本是同根生，相煎何太急”，并提出一个新的比喻，暂且称之为“付款理论”。

对话耐力投资

四个原则三条红线

《红周刊》：您的投资理念是什么？

耐力投资：我的投资理念体现为四个原则：保值增值原则、滴水穿石原则、股权投资原则、低买高卖原则。投资的核心目的首先是保值，其次才是增值，不同的理念决定了不同的行为方式，这样的理念决定了我的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略是保守主义，即先保证不亏钱，先考虑风险，再想怎么赚钱。滴水穿石原则指的是长期复利的威力，投资如跑马拉松，首先是你的投资收益需要可持续，但可能不需要很高；第二是时间，即收益率的长期积累。股权投资，我把股票看成公司股权的一部分，而不仅仅作为交易标的。投资人对股票本身的理解和看法，代表的是不同的投资理念和方法，技术分析和趋势投资就是把股票作为一种交易标的，赚的是市场的钱，而我选择赚公司的钱。我给自己定了三条不可逾越的投资红线，即不融资、不做空、不参与 IPO。

《红周刊》：您为什么不融资、不做空、不参与 IPO？

耐力投资：我主要是从风险控制角度考虑。逻辑上讲，做多的最大损失是 100%，但做空的风险可以是无穷大的，因为股价上涨的空间可以是无穷大；当你做空时是指希望股价下跌而赚钱，但绝大多数情况下，市场走势是无法预测的，即使你的判断最终被证明是正确的，但短期内市场未必会按你判断的方向走，当股价向上快速上涨时，你的空头仓位将面临很大损失。另外，做空和融资都是保证金交易，主动权在券商手里，当你的亏损增大时，保证金的催缴和被强制平仓的可能性将会成倍放大你的风险系数。不参与 IPO，主要是基于估值考虑，通常来讲，IPO 的公司，估值都太高。

《红周刊》：避开几个风险较大的行业，其中您提到初创型行业，如 3D 打印、可穿戴设备等初创行业，很可能跑出大牛，完全不碰是不是可惜了？

耐力投资：这也是基于我个人的保守主义策略和大概率思维。我们可以看一下整个资本市场的历史，任何一个时代都有属于当时的新技术、新产业的东西出来，都出现过大牛公司。但是你会发现，少数大牛公司出现的同时，伴随的是大批同业公司的失败和倒下，成了这个新行业和新技术的铺路石。有很多公司，在行业初创的时候，看上去似乎是明日之星，但很快被其他后来者远远超过或者消灭了。这里就有一个问题，就是判断若

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干年之后，初创型公司的存活概率有多大。我个人觉得，在一个行业的初创期，风险还是很大的，在一种新产品和新技术刚刚出现的初期，你是很难看清楚谁会最后胜出的。另外，如果你把视线拉长一点看，你会发现，很多初创型行业的公司股票，在短期内（比如一年内），看上去很牛，但很多都是昙花一现，是被市场当作“概念股”而炒作的，股价在一两年之后都从高点上掉了下来，爬在地上再也不动了。所以，我们需要仔细区分真正的大牛公司和短期内的大牛股票，这是两个完全不同的概念。当然，如果你找到的是真正的大牛公司，最终会获得非常高的收益。

我做出这样的回避性选择，是与自己确定的“股权投资原则”一脉相承的。我想真正寻找的是长期的大牛公司，而不是短期的大牛股票。如果我真的能看到一个未来会成为大牛的公司，我也一样会投。因此，这种回避只是从风险角度考虑的优先性选择参考，而不是绝对的禁地和教条。

《红周刊》：没有盈利历史的公司也不碰，那很多优秀的互联网公司岂不是也被您拒之门外了？

耐力投资：在我们日常的商业贸易活动中，商品采购的付款方式通常有三种，第一种是先付全款，对方收到钱再发货；第二种是分批付款、分批发货，对方收到一部分钱发一部分货；第三种是货到付款。为什么会有不同的付款方式呢？其中一个很重要的原因是买方对卖方的信用和发货风险的判断。互联网公司商业模式通常是先发展客户规模，然后将规模和流量货币化，转化为利润。很多时候，投资互联网公司是典型的“先付款，后发货”模式：你先给我付款（投资），我发展用户，等我用户规模做大了，再给你交货（出利润）。问题在于：如果我先付款，你最终不能按时交货或者根本交不了货，怎么办？这里举一个例子：当初新浪微博上线的时候(2011 年)，市场对这个新生事物一片掌声，新浪股价也一路上涨到 140 多美元，然而，随着微博热度的下降和货币化预期的不断落空，新浪股价又一路下跌到 40 美元左右。

现在有很多上市的互联网公司，其中有一些公司是真正的成长型公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但也有一些公司仅仅是炒概念而已。因此，在你“先付款”投资互联网公司的时候，你必须对它未来“交货”的能力有正确的判断和充分的信心；本质上，这还是一个风险判断的问题。

就我本人的投资原则来说，对于从来没有盈利历史的公司，我认为这个公司还是处于继续“烧钱”的阶段（尽管它的股价可能上涨了很多），未来是否能真正盈利，还是有比较大的风险的，基于保守主义原则，如果我不能完全看明白，我还是尽量回避它。

《红周刊》：您不断提到风险，那么您对风险和收益的关系是如何理解的？

我们把短期的风险和收益预期当作两个坐标轴，画出四个象限：横轴是风险，由低到高，纵轴是收益，由小到大。这样，我们就可以把投资者根据短期风险和收益预期的偏好选择不同而划分为四种类型：保守主义投资者（低风险，低收益）、激进主义投资者（高风险，高收益）、理想主义投资者（低风险，高收益）、傻瓜主义投资者（高风险，低收益），如图13-1所示。

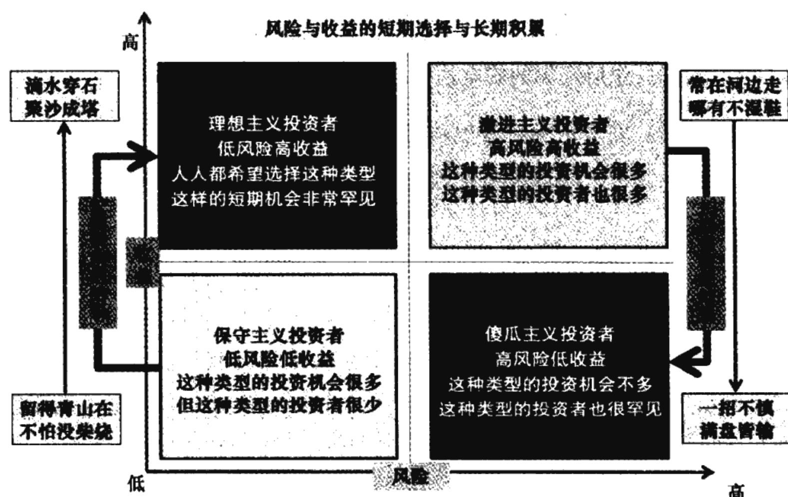


图13-1 四类投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从短期来看，人人都希望成为理想主义投资者，但这种类型的投资机会并不多，而傻瓜主义投资者基本上是没有的。因此，大致上就剩下两种了：保守主义投资者和激进主义投资者。

对保守主义投资者来说，最重要的是管控风险和减少犯错，其次才是收益预期；因此，很多时候，可能会放弃预期收益比较高但风险也很大的机会，宁愿选择安全系数比较高但收益也相对较低的机会，就需要依靠长期复利的累积而获得长远的收益，这就叫滴水穿石、积沙成塔。

对激进主义投资者来说，首先看到的是可能产生高收益的机会，因而他会愿意承担较高的风险，很多时候，也的确取得了很好的收益。但是，正如一句俗话说“常在河边走，哪有不湿鞋”，为了获得高收益而经常性地承担高风险时，就很有可能出现“一招不慎、满盘皆输”的局面。

因此，“归根结底，投资者的工作是以盈利为目的聪明地承担风险。能够出色地做到这一点，是最好的投资者与其他投资者之间的区别。”（摘自《投资最重要的事情》）

我个人的选择，还是宁愿做一个保守主义投资者。

《红周刊》：您所理解的安全边际是什么？

耐力投资：安全边际，按照传统的观点，就是用4毛钱的价格去买1元钱的价值。我个人的理解，这其中最核心的思想还是对风险的管控和估值的判断。

首先，风险管控是因人而异的。第一，你对风险的认识和理解有多深入，存在的风险因素有哪些，有没有认识盲区；第二，你对风险的容忍度有多大。比如，如果一只股票在我的投资组合中只占10%的仓位，我觉得这只股票上涨空间足够大，但也存在下跌的风险，我可以忍受50%的下跌区间，如果真的下跌了50%，它带给我整体组合的损失也仅仅是5%。再比如，我外出旅行的时候，偶尔也会进赌场去玩玩，但我非常清楚地理解赌博是高风险的，那我首先就给自己设定一个最高可赔掉多少钱的量化指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标：比如，进门只带2万块，这是我最多可承受的，赔完了我就走人，不会再多赌。

其次，我觉得安全边际的另外一个核心思想是基于对公司的深入研究之后的合理估值。估值的核心是价值判断，而价值是一个可变的动态指标，如果我今天以1.2元的价格买入了价值1块钱的公司，看上去是有点高估了，但是，随着公司的成长，今天1块钱的价值，在未来的价值会上升到3块或5块，这就会填平你今天的购买溢价，回过头来再看，今天的购买价格又比较便宜了。所以，对公司的未来价值估值，是另外一个核心。

成长股投资大师费雪的《怎样选择成长股》第二部分是讲如何深入判断一家公司的。有意思的是，这一部分的大标题是“保守型投资者安枕无忧”，我觉得这个大标题，其实里面蕴含着“安全边际”的思想。我个人的理解还是对投资标的的深入了解，合理的估值和对风险的合理管控。

因此，我认为安全边际的核心思想，不仅仅是“买便宜货”。当然，在“质地”能保证的前提下，肯定是价钱越便宜越好了，要看性价比。

“成长”与“价值”之争

《红周刊》：现在市场上很多人为投资“成长股”还是投资“价值股”而打得不可开交，您的观点是怎样的？

耐力投资：这个问题有点大，可能写10多页也不能完全写清楚。这里简单谈谈我的几点看法。

第一，市场上存在着大量的“伪价值投资者”和“伪成长投资者”。比如，有一部分人，甚至连什么叫“自由现金流”这个基本概念都没搞明白，也号称自己是做价值投资；还有一部分人，实际上在炒垃圾股概念股，却号称自己是成长型投资者。

第二，市场上的参与者，大体上可以分为两类，一类是“赚市场的钱”，技术分析和趋势投资者属于这一类；还有一类，是“赚公司的钱”，即随着公司价值的不断增长而获得投资回报的增加。当然，这是从一个长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的角度来说的，如果你有能力把两种钱都赚了，那你就是最牛的。

第三，真正意义上的价值型投资者和成长型投资者，其实都是要“赚公司的钱”，我把这两种类型的投资者都叫作“基本面投资者”。从长期角度看，本质上，这两种类型的投资者关注的重点其实是一致的：公司的价值。

第四，真正的价值型投资者和成长型投资者在买入股票时对估值的要求标准有点不一样。最传统的价值型投资者（即格雷厄姆型的）强调以4毛钱的价格买入1元钱的价值，同时，更多看重定量指标；成长型的投资者（费雪型的）强调的是公司价值成长的驱动要素，更多看重的是定性因素，而对估值的要求相对宽松一些。

第五，有人说，“只要价格足够便宜，我都敢买”，我不太同意这种看法。这种想法很容易陷入“价值陷阱”。你今天哪怕以1毛钱的价格买了看上去是1块钱价值的公司，如果公司只有便宜而没有未来，几年之后，也许会破产，破产之后，大股东还可以分点破铜烂铁，小股民，就只有去喝西北风的份儿了。

第六，鉴于以上的争论，我个人形象地给出一个公司价值的判断公式：公司内在价值 = 显性价值 X+ 隐形价值 Y，其中的 X 就是用传统的价值评判方法计算出可以量化的价值（如 DCF 模型）。量化的基础主要是依据历史财务数据对未来的一些变量做一些“合理”的假设而计算出来的；然而，在现实的商业环境中，公司经营中还存在着许多无法严格可量化的因素，如技术专利、品牌影响力、管理层的品质、客户黏性、企业文化等，用公式中的“Y”表示。因此，在实际的估值过程中，这个“X+Y”的弹性空间就比较大了，每个人对每一个影响因素所赋予的权重会出现很大不同，对未来增长率、利润等参数的设定区间也会不一样，这是与评价者个人的知识、经验、眼光、专业背景等紧密相关的。因此，从这个意义上讲，估值更多还是一门艺术，在估值时，宁要模糊的正确，也不要精确的错误。

第七，我个人不希望参与到“价值”与“成长”的混战中去。事实上，我也不想把自己严格地划分到“价值型投资者”或者“成长型投资者”的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行列中去，我只是想做一个“基本面投资者”，在我的投资逻辑中，我会将“风险、估值、成长空间”这三点综合来看，在我自己的持仓股票中，既有“价值股”也有“成长股”。

《红周刊》：在采访过程中，有人坚持一定要以4毛的价格买到好公司，也有人表示，愿意以1.2元的价格买到价值1元的“母鸡”，因为母鸡能下蛋！您是怎么看这个问题的？

耐力投资：我对这个问题的判断核心是优先看公司，也就是先看公司是不是真正的“好公司”或者是不是“母鸡”，如果真的是“好公司”或者“母鸡”，当然最好能以4毛钱买到，如果买不到，以1.2的价格买到也可以接受。我最想强调的是“公司价值是一个动态的变量”而不是静态不变的数字。你今天算出的价值是1块钱，未来可能变成3毛钱，也可能变成3块钱，这才是我真正需要理解和判断的。当然，“好公司，未必是好投资”，再好的公司，如果你买入的价格过高，依然不会获得好的回报。中石油是不是好公司？还算可以吧？但是你以48块的高价买入了，恐怕这辈子也只能抱着它睡觉了。

因此，我的观点是，主要的精力应该放在对公司的深度理解和判断上，首先寻找好公司，其次才看是不是好价格，或者是可以接受的价格，而不必太苛求是4毛买还是1.2元买。

《红周刊》：市场先生不可控，那如何解决“三年不涨”的问题呢？

耐力投资：价值投资的经典理论中说“价格始终围绕价值波动，最终会回归价值”。是的，这句话没错。但是，却没有人给你保证过价格何时会回归价值。就算你选的公司是正确的，但是“三年不涨”完全有可能，而你付出的时间成本、机会成本，甚至“价值蜕变”都是风险。因此，我现在的策略是，千万不要把宝压在一只股票上，要适当分散，这包括持股数量的分散（大致上8～12只比较合适）、行业的分散，公司类型也相对分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

散，甚至是市场的分散。我之前也经常只买一只股票，现在变了。目前在我的持仓股票中，有低价股，有成长股，也有困境反转型的，行业选择上也分散，甚至在美股中还配置了不同国家的股票。

《红周刊》：市场先生悲观时，就是一只“母鸡”，难保不会跌到4毛，您中间会止损吗?

耐力投资：止损是技术分析或者趋势投资的做法，我是做基本面投资，没有止损的概念，完全是判断公司价值。在我的概念里，只有错误，没有（价格）止损。如果确实是我判断错误了或者公司基本面在恶化，就会卖出股票，但不会因为股票价格从1块跌到4毛而止损卖出，反而会在价格不断下跌时加仓（当然，这需与仓位管理、现金流管理配合，但最核心的还是基本面判断）。

对目前几个焦点问题的看法

《红周刊》：目前主板和中小板、创业板之间的剪刀差几乎达到了近几年的极致，您如何看待这种现象?

耐力投资：最简单的看法：“创业板严重泡沫，主板整体低估”，这只是从整体市场角度来看，但选择具体的投资标的时，我是没有市场和板块歧视的。满足我投资原则和标准的公司，无论它是创业板、中小板，还是主板，我都会买，不满足的，宁缺毋滥。

那么，这种格局会不会变化？何时会变化？客观地说，创业板的泡沫是真实存在的，主板的低估也是真实的现实。是泡沫，一定会破裂的，低估的，也一定会回归。但是会在何时？我不知道。很多时候，市场保持非理性的时间，有可能比我们想象的要长得多。

我能做的，就是坚持自己的长期原则，知道自己应该做什么和不应该做什么，正如霍华德·马克斯说的，“我们或许永远不知道要去往何处，但最好明白我们身在何处。”投资，需要有所为，有所不为，更多的时候，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为反而是更好的选择。

《红周刊》：美股和 A 股市场有何本质区别，如何利用这两个市场风格的差异去做投资？

耐力投资：又是一个很大的话题，可以写 20 页了，还是简单总结几条吧。

第一，历史不同，美股市场经历了 200 多年的洗礼，中国才二三十年，远未成熟。

第二，制度和规则不同，美股市场是真正的市场，监管机构真正的职责是监督和管理市场，让市场自己按照规律自由运转；A 股市场依然是政府干预和控制的市场。

第三，参与者不同，美股市场机构投资者占多数，散户是少数，A 股市场正好相反。

第四，社会大环境不同，这包括整体社会的诚信体系、法制环境、执法力度、违法成本等。

如何利用这两个市场的不同风格去投资，取决于投资者本人的投资理念和对风险收益的理解和平衡。就我个人来讲，我还是一样的原则：风险、基本面、估值。

《红周刊》：您在科技行业工作多年，谈谈 4G 元年将会产生什么变化吧？

耐力投资：本质上讲，4G 并不是什么新鲜的东西，它只是一种移动互联网平台而已。正如原来的信息是跑在一条两车道的公路上，现在 4G 的出现就是把公路加宽到五车道了，有一些应用在原来的两车道中跑不起来，有了五车道它就可以跑起来了，比如视频类的应用。科技行业不断都有新的概念、新的技术出现，比如云计算、大数据、虚拟化、可穿戴、3D 打印等。从投资者的角度看，还是要“落地”，把注意力集中在由于这些技术的发展和应用所带来的公司价值的真正增长上。我们这个市场上，永远有炒不完的“概念”，也永远有一批人在轮番炒作各种各样的“概念股”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：有人认为，未来手机可能成为各种终端的核心，您怎么看？

耐力投资：这当然是毫无疑问的大趋势。互联网的本质是为商业和人类的生活提供服务的工具，而各种不同类型的终端，是人与互联网的接口，也是工具。作为工具，自然是使用越方便越好。手机作为互联网移动终端，满足了移动性和方便携带的需求，同时，带宽加大，安全性提高，各种移动应用不断丰富，自然会推动这种趋势的快速发展。

可穿戴设备又是移动互联时代的进一步发展。未来的发展除了现在的数据传送和交换之外，还会把各种各样的与人的生理和生命相关的数据通过传感器采集之后用移动互联网进行传输、交换和处理，从而在医疗、健康、人身安全等领域进行大量的应用。在具体的产品物理形态上，我相信也会千姿百态，而不会仅限于目前的手表眼镜之类。

作为科技行业的从业人员，对于任何科技的发展，我都会持续地关注、跟踪；对于任何的科技进步，我都会拥抱、欢呼；任何的科技进步，都会为我们的生活创造价值（社会价值）。但是，作为一个投资者，我永远关注的都会是具体的公司，关注的是公司所创造的“股东价值”，而不是技术本身，也不是社会价值（很多时候，社会价值和股东价值并不是一致的）。我都会秉持一种疑问的态度：“这家公司价值几何？”“我今天投资一块钱，成为公司的股东，公司未来能为我创造几块钱的价值？”

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 2 月 1 日第 8 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

@ 每天发现一个更好

在高利率时代冬播希望的种子



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄建平是《巴菲特投资案例集》的作者，也是忠实的巴粉，从价值投资的角度看，被市场遗弃的高端白酒已经非常有价值，而且他的父辈经营酒厂的背景也让他对白酒有更深刻的理解，“这是最好的时代，要买就买‘大烂臭’(大蓝筹)。”

大蓝筹就像武汉臭豆腐，闻着臭，吃着却香，所以在A股他主要买大中型的蓝筹股，而在港股却主要买被市场边缘化的小型股，因为这两者的实质都是够便宜！“这就像现在的A股，高利率打击了股价，正好给了我们更好的买入价格。”黄建平将给我们带来不一样的投资思路。

对话黄建平

中长期看好高端白酒

《红周刊》：流行观点认为限制“三公”消费对白酒股打击很大，是这轮白酒板块调整的罪魁祸首，您认同这种说法吗？

黄建平：限制“三公”消费只不过是一个导火索而已，白酒回调的本质在于行业供大于求以及价格透支，2010年茅台终端价格1年时间从1 000元非理性地突破2 000元。限制“三公”消费点燃了产能过剩的中高端白酒量价齐跌的导火索，进而传导至中低端白酒乃至全行业。其实，白酒也是一个周期性行业，只不过是周期比较长。从历史数据看，白酒行业周期大约为10年。当某个行业顺风顺水时，高利润率往往驱使各路资本进入，产能快速上升，进而出现全行业供大于求的状况，钢铁是这样，白酒亦是如此。

《红周刊》：历史上白酒也经历过繁荣之后的深度调整，那段历史对现在白酒行业有什么借鉴意义？当时走出低谷的信号是什么？

黄建平：我觉得过去未必能预见未来，只是为我们提供了借鉴经验而已。上次白酒行业大概是从1998年开始调整，到2004年、2005年才走出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低谷，当时比较明显的现象是白酒的出厂价都在上提，销量也在上升，但是资本市场往往会提前，可以看到一线白酒股价在2003年就见底了。

从历史情况来看，上轮白酒行业调整开始后，白酒总体产量是下降的，但是这轮调整中白酒的产量还在上升，所以我认为白酒行业的调整或许刚开始，中低端市场刚刚进入红海。但是白酒股票不一定就是这样，高端市场就茅台、五粮液两家，高端酒价格下压会占领中低端酒原有的市场，高端白酒的市场需求很可能不会大幅缩减，而中低端拼价格对公司利润来说会有损害。

《红周刊》：五粮液和茅台也在做战略调整，有意发展中端产品，对于公司整体利润来说，这是否有利？会不会挤压自己的高端产品市场？

黄建平：我认为五粮液和茅台发展中端产品对公司是有好处的，不会挤压自己的高端产品，它挤压的是别家的中端。公司做中端是一种市场战略，对于利润而言，中端产品不会贡献太多的力量。我还是最看好两个顶级白酒品牌，飞天茅台和五粮液，它们是贡献利润的主力，做好这两个品牌，这两家公司的日子就会过得很滋润。

《红周刊》：关键是守住价格，您此前说过，如果茅台降价，将是一个败笔

黄建平：制造品牌的公司真正发展起来都不是靠降价来实现，主要靠好产品。像这样的高端品牌需要维持高端的形象，比如我们喝茅五，面子也是其中一个要素，几年之内这样的属性都不会改变。一旦产品降价，这种预期将发生逆转，现在茅台零售价已经下降了一些，消费者的预期开始发生了变化。如果出厂价再降低的话，那么渠道商的预期也将发生逆转，这不是一个好的策略。

我最近在看史玉柱的一本书，他讲到当年网游把价格降下来之后，导致利润腰斩，他从而得出一个结论，世界上好东西都不会降价。对于高端

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白酒来说，降价有损品牌，销量还不一定大幅增加，所以茅台、五粮液要谨慎提价，从不降价，降价从来都不是一个好的策略。

《红周刊》：最近资本市场低端白酒比茅台表现更强，如果白酒整体见底反弹了，您是看好二三线还是一线龙头?

黄建平：我一直看好高端白酒，例如茅台、五粮液。首先，我是长期投资者，判断投资机会一般以5～10年为时间尺度；其次，我对高端品牌白酒的未来更有把握。白酒行业整体产能是过剩的，截至2013年产量约为1 200万吨，最近连续十年都在增长。但是其中至少有半数是用食用酒精勾兑，粮食酿造的白酒不足600万吨，中低端白酒的品牌和质量都不够硬，竞争优势不明显，很多酒厂会往中端发展，竞争非常激烈。即使个别中低端白酒公司的销售收入上升了，利润也很难提升，而且也很难判断究竟谁会胜出。

我一直认为品牌构成了白酒企业的核心竞争力，茅台、五粮液已经占领了高端白酒市场，即使近几年出厂价不提高，销量也不增长，目前的股价也有足够的安全边际（截至2月13日茅台、五粮液市盈率分别为9.9倍、6.17倍)，况且，随着居民人均收入不断上升，高端白酒的价格和销量还有上升空间。

《红周刊》：我发现您很有意思，在2013年中期把茅台换成了五粮液，现在又换过来了 这是出于什么考虑?

黄建平：我当初建仓的时候，茅台相比五粮液更贵，这是我用自己的一套估值方法来测算的，看哪个更便宜就买哪个，把五粮液换回茅台只不过是同类资产之间重新做了置换。2013年年底茅台股价在120元左右，和五粮液的估值差不多，但是茅台在属性上更好，品牌和渠道控制能力更强，见底时间会更早，所以我就把大部分换回来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我如何给茅台估值

《红周刊》：介绍一下您的估值体系吧，之前您给茅台估值是 4 000 亿市值，五粮液约 2 000 亿，这是怎么算出来的？

黄建平：这是用我自己的估值系统大概估计的，我给茅台合理的内在价值是约 8 倍 PB 左右（截至 2 月 13 日茅台 PB 是 3.61 倍），五粮液值约 5 倍 PB 左右（截至 2 月 13 日五粮液 PB 是 1.62 倍）。这其实是现金流折现的逻辑思维、再大概估算一下未来茅台和五粮液的长期 ROE 和增长能力，就可以计算出这个市值。

> “以 2013 年 3 季报业绩计算，五粮液每股净资产为 9.28 元，总股本为 37.96 亿股，以静态来看，那么五粮液总市值为：9.28 × 5 × 37.96 =1 761 元”

《红周刊》：您这个 8 倍和 5 倍的市净率水平（PB）是怎么得出来的？为什么要用市净率来给茅台估值？

黄建平：这是我写《巴菲特案例集》这本书学到的经验，就是发现不同属性的公司估值大不一样。有的公司合理估值是 5 倍 PB，有的公司合理估值却只是 2 倍 PB，差异非常大。对比 PB 和 PE 估值方法，PE（市盈率）有时候不稳定，因为企业的经营利润不稳定，但是 PB 对经营利润进行了平滑处理。

我通常用一个公式，即 ROE × PE=PB。ROE 和 PE 都要估算长期的，比如需要考虑历史数据、公司特有属性以及国外同行业情况，不同属性的公司其估算值大不相同。

以银行股为例，综合下来预估银行长期 ROE 在 15% 左右，PE 在 15 倍，两者相乘是 2.25（15% × 15=2.25），所以给银行 2.25 倍 PB 是比较合适的，如果在 2.25 的一半以下的估值水平买，即 1 倍 PB 是比较合算的价格。

再比如预计茅台 ROE 长期可以达到 25%，考虑增长性，PE 给到 25 倍左右，两者相乘，七八倍 PB 是比较合理的（25% × 25=6.25），打 4 折的话，3 倍以下 PB 是非常低估的价格。我统计过历史数据，茅台超过 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍 PB 的价格是相对高估的。可口可乐的合理估值就在 10 倍 PB 左右，在 1999 年接近 20 倍，之后 10 年都没有超过这个高值。我看了很多历史上的公司，觉得这个还是一个比较合理的估值方法。

《红周刊》：我注意到，您在给银行和白酒估值时，给予的市盈率预期是不同的，这是为什么？

黄建平：对于重资产公司，比如银行和房地产，靠利润再投资来维持 ROE 增长是其主要特点，若利润全部分红，这类公司就难以增长，即长期 ROE 基本和利润增长率一致。若评估它的长期净资产收益率是 15%，预期年投资收益率是 15% 的话，那么也可以估算出 1 倍 PB 以下买比较安全。而对于轻资产的公司，若利润全部分红，这类公司的利润还可以继续增长，这也是给茅台 25 倍 PE 的原因。

《红周刊》：请解释一下刚才提到的恒等式“ROE×PE=PB”。

黄建平：分解一下，ROE= 净利润 / 净资产，PE= 市值 / 净利润，PB= 市值 / 净资产，ROE×PE=PB 在公式上是吻合的，在基本原理上也是吻合的。或者 PE=PB/ROE，ROE 是资产的盈利能力，PB 是投资者肯花多大溢价购买该资产。在这个公式中，ROE 越稳定越好，也就是盈利有“护城河”的保护；PB 越低越好，也就是价格有安全边际。这里的核心因素是不同商业属性给出长期 ROE 和长期合理 PE 不同的估算值。

PB=（净利润 / 净资产）×（市值 / 净利润）= 市值 / 净资产

避开估值泡沫板块

《红周刊》：在 A 股您只买 100 亿以上的大中型蓝筹，在香港市场却相反，个中原因是？

黄建平：A 股市场正呈现一个结构分化的奇特景象，中小市值的股票估值达到历史高位，创业板市盈率高达 60 倍，而上证指数达到历史低位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股市和中国香港股市则正好相反，美国和中国香港股市中的蓝筹估值长期高于小盘股，小盘股由于竞争能力整体弱于蓝筹公司，所以在估值上长期处于弱势，甚至被边缘化。

在A股市场，资金避开难以撼动而波动率小的蓝筹公司，去追逐容易炒作的创业板等小盘股票，使得小盘股的股价严重透支了未来的业绩。预期这种情况会由于新股发行实行注册制而发生深刻变化，所以创业板目前面临较高的风险。在香港“捡烟头”每年也可以有不错的收益，比如某公司没有任何负债，有10亿元的现金，市值比现金还低，而且主营业务还有盈利，这样的公司可以分散去买。市场主力资金不碰的机会，我们才有机会可循。

《红周刊》：A股市场分化很严重，整体估值一直处于历史低位，您认为这是什么原因?

黄建平：关于这个问题的答案，巴菲特在2001年《财富》杂志上撰文做了详细解答，影响牛熊周期的两个主要经济变量分别为利率和市场对企业盈利增长的预期。利率就像物理世界的重力，当利率升高时，作为拥有长期债券属性的公司股票会失去吸引力，估值会逐步降低；另一方面，当利率上升时，公众担忧高利率会损害上市公司的盈利水平，对未来企业利润增长抱悲观预期，会进一步降低买入股票的欲望。

近年来，国内的真实市场利率居高不下，民间贷款和信托融资等影子银行的利率普遍高于10%，近1年来市场资金更是紧张，特别是2013年的年中和年底，上海银行间同业拆放利率和国债回购收益率都大幅飙升，同期上证指数也遭遇了较大的调整。

高利率时代是播种佳机

《红周刊》：社会资金利率高企，您却几乎满仓了?

黄建平：大众一直习惯从后视镜中预测未来，被惯性思维所左右。因为，正是高利率才提供了目前高达7%的股票分红率和13%的股票投资预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期收益率。美国百年证券市场的历史表明，高利率时代正是买入公司股票的最佳时机。1982 年，美国长期国债利率高达 13.6%，市场把标准普尔指数打到 8 倍市盈率，包括养老基金等机构投资者在内大多不看好股市，基金投资于股票的比例创下新低，但国债利率随后几个月开始下降，开启了美国长达 17 年的牛市，道琼斯工业指数从 1982 年约 1 千点涨到 1999 年的约 1 万点。

巴菲特在 1979 年写过一篇文章，名字是“当市场达成欢乐共识时，你要付出更高的买价”，市场的真实利率何时下降，我们难以预测，但冬天正是我们播种的时候。当然，播种也不是遍地撒网。

《红周刊》：促使利率下降的弹性因素有哪些？

黄建平：比如利率市场化的推进。在《国富论》里，当亚当·斯密解释为什么发生饥荒时，提到的一个原因就是，当粮食不足，政府将粮食价格控制在低位，富人就会屯很多粮食，其中浪费不可避免，而贫穷的人粮食总量在减少，就会有人饿死。一旦市场化之后，粮价升高，富人买的少了，穷人的蛋糕就大了，虽然大家勒紧裤腰带过日子，但是很少有人饿死。中国的资金就像粮食，一旦利率市场化之后，国企以前以很低利率大量占有资金的现象就会改变，这部分资金就会到小企业、民营企业中，社会整体平均的资金价格就会下降一些。

《红周刊》：目前您的持仓情况怎样？

黄建平：目前我在 A 股最大的仓位是招商银行，在香港是民生银行，另外还有一些国投电力。首先水电是绿色能源，大坝要用 100 年，但是二三十年就折旧完了，所以这里面隐藏一部分利润，公司的实际利润、现金流都比报表要高；其次水电电价比火电低，处于供不应求状态；最后是国投电力将雅砻江包下来了，这是有国家批文的，因此它这两年利润都是翻倍的增长，同时市盈率又很低，过去投资了上千亿资金，最近三年在集中投产，公司以前内在价值一直被市场忽略，现在正在慢慢回归。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：看来您写完《巴菲特投资案例集》后，收获还不小，请具体谈谈吧！

黄建平：我最大的收获是对风险的认识。之前我对巴菲特的理解在很多地方存在偏差，对大量资料整理后发现，巴菲特对于风险的控制是超乎一般人想象的。比如巴菲特将理念升华至“以合理的价格去买好公司”，我曾经也理解为以 1.2 元的价格去买价值 1 元的好公司，但是后来发现不是这样，“合理的价格”只是看起来不低，公司未来现金流折现总和可能是 3 元，那么这个 1.2 元的价格相对内在价值仍然打折非常多。巴菲特购买最贵的公司是可口可乐，却也是以 15 倍 PE 买入的。遇到价格比较高的公司，即使前景非常美好，他也不会买，如果有优先股，他会选择可转换优先股。比如对吉列、美国运通的第二次购买都是从可转换优先股开始的。他对“便宜”这个概念非常在乎，完全不是市场所理解的“只要成长，价格可以偏贵买”。

巴菲特对风险的控制可以理解为他选择公司的四个条件：第一是买懂的、能理解的公司，规避认知的风险；第二是诚实可靠的管理层，规避人的风险；第三是有竞争优势的公司，规避市场竞争的风险；第四就是买价格具有安全边际的公司，这是规避误判的风险。其实每一条都涉及风险的概念，把风险放在第一位才能活得更长。

《红周刊》：您现在采取的是适当分散的策略，同时持仓 5 ~ 10 只个股，这跟巴菲特风格相悖啊，对于“集中和分散”，您的理解是怎样的？

黄建平：巴菲特做合伙企业以后，最大仓位在美国运通上，1964 年逐渐加仓，1966 年美国运通仓位占到 40%，40% 是这只股票涨起来之后所占的仓位。集中和分散是一个相对概念，你发现一只很低估的股票，这种机会是很少的，这时候就要买入足够量，充分参与到这个机会中来，太分散机会就浪费了，但又不能全部重仓一只股票，任何时候都有判断失误的可能性，所以是个相对概念，适度是最好的，确定性越大，仓位越重，但是一只股票不会超过 50% 的仓位。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 2 月 15 日第 10 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

@西峯

分化中的房企向左还是向右



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果只用一个词来概括目前的房地产市场，我想没有比“分化”更为合适的了。房地产行业目前主要面临四种分化：第一，基本面上量价齐升，而资本市场却遭遇历史上少见的估值低位；第二，龙头企业和中小企业市场份额的差距在加大；第三，资本市场上，传统地产公司被抛弃，沾边“自贸区”“土地流转”等的公司大幅上涨；第四，一二线和三四线的区域分化明显。

如何看待这样的分化？西峯会为我们详细解读。西峯就职于一家外资房企，过去在华东、香港等地工作，目前主要负责中国区的房地产相关研究和投资工作。作为中国房地产行业十几年的观察和记录者，他认为“事实和逻辑同样重要”。西峯独特的视角带来的是房地产市场长期存在却被忽略的人们不愿相信的事实，只有认清事实，目标才可明确。

对话西峯

三原因致房企估值低估

《红周刊》：对于房地产市场的第一个分化（基本面量价齐升和资本市场估值历史低位），您是怎么看的？

西峯：主要有以下几个方面的原因：第一，A股整体估值在回归；第二，时值换届，存在不确定性；第三，持续高昂的财务费用对有些企业来说是致命的。2007年之后，房地产政策调控的节奏、力度一直在加强，房企不能在A股上融资，开发贷款也受到很大限制，很多企业去找成本高达10%以上的高息贷款。房企业绩看上去很好，但未来发展仍存在不确定性因素。

《红周刊》：龙头企业和中小企业更多处于“一半是海水，一半是火焰”的境况。

西峯：在调控的背景下，房地产整体市场是在波动中萎缩。但排列靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的企业，不论是绝对还是相对的市场份额都在增加，七成左右的大房企在这个过程中是扩张的态势，行业集中度在提升。相应地，其他中小房地产企业的份额多在萎缩。统计显示，销售百强企业市场份额从2009年的22%，提升到2013年的31%。十强企业份额从2009年的8%提升到2013年的12%。调控间接帮助了大企业。

《红周刊》：花旗银行在2013年11月份上调了十几家地产企业的估值，您对此的观点是什么？

西峯：我看过那篇报告，但我觉得，房地产股可能是先下调再回升的过程。中央经济工作会议和城镇化会议召开之后，市场对政策的判断存在分歧。新政策改变了之前政策偏重数量的发展状态，转而考虑了多方面因素。比如大中小城市平衡发展，希望一些人口从大城市回到中小城市等。这是一个非常漂亮的田园牧歌式画面，但在实业中或者资本市场上做投资，仍然还是会有一些疑虑，比如中小城市的发展是不是单凭调控就能够实现？如果真限制了大城市人口的增加，整个市场将发生怎样的变化？人口为什么要往小城市流动？中央政策真的能改变过去三十年中国的人口流向吗？

这样的疑惑并非首次。2007年调控之后，面对高企的住房价格，企业收到这样的讯息：政府在限制住宅发展！面对过高的住宅价格，应该增加供应来平抑，而政策却走了相反的路。因此当市场在面对过去很多政策的内在逻辑时，感到难以理解或者感觉存在冲突。城市的很多问题是不是只是由于“大”引起的呢？其实不然。

我们发现，上海周边地区很多城市如无锡、苏州、南京等，人均GDP接近乃至超过上海，但是北京周边则是著名的“环首都贫困带”㊀；从人口流入来看，比较富裕的江浙过去十年流入上海的比例偏低，但北京周边恰恰相反。可以看到，同样是两千万级别的大城市和周边的城市群，用政策来发展和用市场来发展城市的结果是完全不一样的。

㊀ 这一概念源于2012年社科文献出版社发布的《京津冀蓝皮书》，并于2013年两会期间为河北省省长张庆伟引用，提出要“加强环首都贫困带发展，早日脱贫”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对房地产市场几个热点问题的看法

《红周刊》：在第三个分化中，沾边“自贸区”等概念的公司大幅上涨，自贸区对房地产影响如何？

西峯：从目前出台的政策来看，暂时没有什么实质性影响。外高桥是自贸区的大业主，有一些厂房、写字楼，确实有机会受益。但问题在于，外高桥自贸区经过多年发展，区内基本没有太多新增土地。公司股价 3 个月上涨 6 倍，但是公司的业绩会有 6 倍或者 10 倍的增长吗？前期的炒作大大透支了未来。

《红周刊》：概念炒作的结果就是一地鸡毛？

西峯：哪一次不是呢？

《红周刊》：那城镇化呢？这也是目前的热点。

西峯：在老城镇化的过程中，我们看到市场已经有相当卓越的表现。最近三十年，大量的农村人口变成城镇人口，城镇人口比例接近翻倍。这基本是在自发的状态下冲破重重阻力完成的。现在政策已有所调整，情况会不会更好一点呢？我希望是，但确实还有太多不确定的地方。很多人以北京、上海为模板来勾画未来的发展版图，但这并非中国完整的全貌。目前全国只有远不到 1/10 的人口居住在北上广深。原来调控有句话叫“一抓就死”，这是面对地方差异化一刀切的结果；还有一句话叫“一放就乱”，这是在集权条件下面对地方差异放权的结果。

《红周刊》：听说北京 2014 年将批 5 万套自住型商品房？

西峯：北京房子产权种类可能有二十几种，其中大多是历史遗留问题。这些复杂产权房占用土地而造成的挤出效应，也使得市场的自由供应的商品房减少，这也是北京房价高于上海的一个原因。从历史上看，北

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

京经济适用房的分配在公平公正方面是存在问题的，老的问题没有解决，又增加很多管制下的供应，能保证分配的公正性吗？能杜绝因此而产生的设租寻租吗？就算设法杜绝了，但在不能人人有份购买的情况下，其实也只是在数字上降低了统计房价，这和真正平抑市场价格的目标相差甚远。

《红周刊》：有人认为，二胎政策也将对房地产产生长远影响。

西峯：我认为影响微乎其微。中国现在人口老龄化的速度非常快，二胎能不能扭转这样的趋势值得怀疑。富裕地区的生育率本来就偏低，欧洲和日本都是如此。美国主要是依靠移民缓解了其老龄化的进程。至于“日本失去的十年”，日本央行行长之前一次演讲中提到，其实日本根本就没有失去过。日本人均 GDP 产出从 8% ~ 10% 的高增长回落到 2% ~ 3% 的低增长，这跟所有发达国家发展路径基本上是吻合的。我们看到日本的 GDP 不增长或者倒退，主要是由于其劳动人口因老龄化而锐减。和西欧国家有所区别的是，日本基本不太接受移民，所以它的老龄化要比其他国家来得早一点。

我认为人口向大城市流入的大趋势，短期内还无法改变。二胎政策不能解决中国老龄化的问题。而未来一段时间，大城市人口增长主要依赖移民。

《红周刊》：国内目前的人口结构等因素是否会让房地产的长期需求趋弱？

西峯：我不太愿意谈整体，因为说整体没有太大意义。房地产又叫不动产，乌鲁木齐的楼再多，对平抑北京房价也是没有意义的。房地产市场永远是区域市场。因此就算是单个城市，也需要去细分。你所指的“整体需求”应该是很多专家所说的“对住房平方米的需求”。上海对住房平方米的年需求在十年之前已经达到数量的高峰了，但是住宅市场还在不断发展，因为对水泥的需求和房产的要求并不完全一致。发达资本主义国家对房产的需求在第二次世界大战之后都是下降的，是不是到了顶峰就是拐点？这是一个过于简单的思维。

我们容易看到，不少大城市住宅成交的面积早已达到顶峰，但是从成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交价值上看，还在增长。即便未来成交价值回落，也没有太大的关系。随着届时开发商数量的锐减，剩下的玩家份额反而有机会增加。以上海为例，现在大概有六七百万套住房，即便没有新增，以50年折旧计算，每年2%的更新要求就是12万套，已经超过目前商品住宅的成交水平。仅仅考虑折旧，在中国就有一个非常大的市场。当然现在大部分房子是最近二三十年建造的，进入大规模折旧期还需要一些时间。

对“泡沫化”再解读

《红周刊》：如何看待第四个分化，即一二线和三四线的区域分化？

西峯：一二线和三四线城市有很大区别。调控初期，民间的需求是降房价，但是政府的措施是减缩供应。因为政府看到两样东西，一个是大城市的房价大幅上涨，另一个是大量的土地被批出，政府担心泡沫破掉影响金融安全。整体而言，减少土地供应对于很多地方是对的，因为很多地区十年前就是过剩的。但问题是从目前来看，供应紧张的地区执行了土地供应减缩政策，而土地供应过量的地区其实这几年土地供应仍然继续过量。

三四线房价难涨，和供求关系有关。第一，财政收入是三四线政府的重要考虑。许多地方政府以往土地供应过剩，即便现在缩减供应也无法提高地价，从而影响收入。那要怎么做？只能继续加大供应量，因此往往财政越是吃紧的地方，土地供应往往越是过剩。

2000年至今，上海的名义GDP增幅年化之后为14%左右，房价年化复合上涨也约14%，非常吻合，但大部分城市达不成这样的吻合度。三四线城市房价会随着经济、物价涨一点，但实际楼价年化增幅要慢很多。一个原因是供应实在太多，另一个是需求方面，小城市人口往往流入不足，甚至净流出。上海过去十几年总计有800多万流入人口，45%的人口是外来流入，这是构成住房需求端的主要推力。上海现在常住人口为2 400万，平均的家庭人口为2.5人，意味着目前大约有1 000万个家庭，而每年新增的商品房供应才约10万套，大约是十年前一半的水平，每年仅能满足1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家庭的新增需求。

《红周刊》：怎么理解房地产市场的“泡沫化”？

西峯：什么是泡沫？有人回答“是泡沫就会快速破裂”，但房价的泡沫一直没有破，因此房价应该是一个“坚硬的泡沫”。事实上十几年来，大家对泡沫的认识往往是矛盾的。例如：有人认为房价高就是泡沫，但事实似乎并非如此。以苹果手机为例，标价4 000多元，新上市有人加价卖到6 000多还一抢而空，但许多普通大屏手机2 000多还卖不掉，贵就是泡沫吗？还有人说销量高就是有泡沫，东西卖得快就是有泡沫。还有人说房地产就是泡沫，因为我买不起。那么，人人买得起才是没有泡沫。在10年前，美国政府对穷人实行倾斜性的信贷政策，让买不起房的人去买房，最后还不起贷款，进而引爆了次贷。这算泡沫吗？

因此“泡沫”这个词的语义是相当含糊和游离的，不同的人会有不同的理解。那么局部有泡沫吗？当然有。哪个行业局部没有呢？

“市场化”任重道远

《红周刊》：2013年的地产调控似乎有了一些新变化？

西峯：人口向一线城市流入的大趋势短期很难改变，而供给和需求的矛盾也推升了房价。最近我看到，中央第一次承认北上广深的需求无法满足，这是2010年第六次人口普查后出现的新表述，而此前的人口统计数据则严重低估了大城市新增常住人口的数量。政府承认了特大型城市住房供应严重不足的情况，这是2013年调控里一个很大的转变。但是这些城市住宅用地，特别是中心城区住宅用地紧张的局面短期难以改变，而单独限制人口流入也是不易做到的。

《红周刊》：长期来说，更可能的改变方向是什么？

西峯：城镇化的第一条就是限制大城市，特别是特大型城市人口的流入，鼓励中小城市的发展。国土部曾提到，特大城市要限定城市边界，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个我是同意的。确实大城市土地廉价出让做厂房是浪费土地价值，但是每个城市都要严守耕地红线的设定，这可以商榷。大城市为什么要种田？为什么不可以在全国平衡呢，在黑龙江复垦一块田，用途做交换，是不是更高效？大城市可以发展农业，但一定是高效的都市农业才更合理。

原来江浙流入上海的人口最多，但是最近几年江浙的流入可以忽略不计了，更多是从河南、安徽、山东等相对不发达的地方流入，这些人主要从事一些劳务工作。从长远来看，大城市发展普通制造业太低效了，一些低效的产业将被迫升级，比如普通制造业日渐式微，或者转移到临近省份，或者慢慢升级，而服务业则会更发达。

《红周刊》：新一届政府提到了更多的"市场化"和"长效机制"，对此乐观吗？

西峯：我们可以看看美国。纽约是美国人口流入最多的城市，也是人口流出最多的城市。有竞争力的人就留下来，没有竞争力的人就流出去；年轻时工作的时候流进来，退休的时候流出去，这是一个非常好的平衡。希望新一届政府也能平衡好各种政策。但是中国有很多政策是阻碍这些平衡的，比如户籍、养老、医疗、教育制度等，这些差异化政策阻碍了人口流动。很多政策的出发点是好的，但管制往往难以避免低效，同时可能会带来寻租。本届政府推进了市场化进程，但可以改革的地方仍有很多。

《红周刊》：房产税方面，近期不动产登记制度慢慢出台，您怎么看？

西峯：不动产登记制度是国家基本财产登记制度的一部分，我非常支持。不动产是一个国家、家庭最重要的资产来源，问题是这样一笔财富在中国是难以统计的。很多地方还是纸质记录，没有电子化。不同地区格式也不尽相同，统一登记的过程中会有很多问题。在中国存在历史上种种复杂的产权情况下，面对透明化的登记，各方都需要时间。这样的联网工程，也许需要5年或更长时间才会真正完善。这是一个非常重要的事情，但我不觉得很快能够做好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转型势在必行

《红周刊》：以上谈论的几个市场热点，您都认为“影响不大”，什么是对房地产有实质影响的因素？

西峯： 市场原本应该是房地产最重要的影响因素，不过目前看起来政策的调控影响越来越大。其中，融资和融资渠道对于房地产来说是重中之重。

在许多国人眼里，房地产类似于建筑业或制造业，但是在世界上大部分国家和地区，房地产都是金融业的一部分。因为房地产不是制造一些东西，而是整合一些东西。资金对于房地产项目的开发异常重要。现在我们开始认识到，一旦销售到一定规模，比如上千亿，那么存货如储备土地可能有 2 000 亿甚至 3 000 亿的规模，如果房价下降 30%，则很可能其本金就会在下跌中消失殆尽。美国房地产市场一个向下的中型波动可以持续三五年，其中房价可以下跌 30% 左右。当然过去中国没有发生过这样的情况，但居安思危，市场经济发生波动很正常。对于一些千亿规模的企业，是特别要注意这些风险的。

《红周刊》：对于千亿规模的企业，快周转模式是不是也面临一些瓶颈？

西峯： 千亿规模的企业需要平衡发展中的风险。快周转可以让企业快速成长，但是成长到一定规模则很难持续。从历史上看，从单纯销售转到销售和租赁并举，是一个常见的转变过程。这种转变需要两方面的要求，一是较高的自有资金积累，二是稳定和较低的融资成本。现在许多房地产企业融资成本很高，而投资物业的租赁回报仅 4% ~ 6%。借 10%，回报 6%，怎么持续？如果自有资金较高，可以慢慢等初期 6% 的回报随着时间增长，这就为转型提供了更多可能。

《红周刊》：转型是大势所趋，怎么克服转型的阵痛？

西峯： 现在大家面临的困境是：转型是找死，不转型是等死。中国目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的特点在于，国内的民营企业很难借到钱，国企则好很多，虽然国家多年前就提出让国有企业退出房地产行业，但在几年的调控中，很多国企不但没有退出，反而加大了投入。民营企业融资成本百分之十几，央企是6% ~ 7%，无法相提并论。对于民企来说，即便融到高息资金，往往也是短期的；相比于低息资金，民营企业在长期稳定融资方面的需求则更难得到满足。

《红周刊》：拿地成本和融资成本都在升高，很多人担心房企未来的利润率，您怎么看？

西豪：未来不好说，但我觉得近一年房企的融资成本有所改善了。如果市场化改革进一步拓展，限制房企融资的调控手段逐步退出，房企的融资环境会有所改善。至于高价拿地，是因为过去十几个月楼市销售旺盛，许多公司要补库存。有人认为2013年不拿地，2014年的平均拿地成本就会降低，盈利会增长更多，但问题是大部分房企不具备预测后市的能力，去年拿地少可能导致2015年没楼卖。对于企业来说，“货物轮转”，因此地价高也要拿，当然量力而行也是必需的，例如万科通常拿地和销售的比例在25%左右。2012年回落在25%以下，2013年拿地就是一个明显增加土地储备的补库存过程。至于结果如何，还要看未来的市场能否给出足够的回报。

《红周刊》：在转型的模式中，您看好养老地产吗？

西豪：现在4-2-1的家庭结构，未来独生子女养老的负担非常大。从目前看，养老地产不能解决这个问题，但可能是一个方向。需要注意的是，一些项目只是借“养老”之名规避政策限制，其实跟养老没什么关系。中央政府管制住宅市场，一些房企开发养老地产、旅游地产等，最终目的还是做住宅。

养老社区在中国是一种新的尝试，但只能解决少数人的问题。未来更多的家庭养老还是会以和子女共同或者相邻居住为主。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014年2月22日第12期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章

@Benjamin 顾斌

中国特色背景下的医药公司怎么选



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不管是国内还是国外，医药行业都是牛股集中营，但是医药领域具有产品和技术枯燥难懂、政策复杂多变、子行业众多等特点，从而被许多投资者圈定在能力圈之外。在中国体制背景下，影响医药企业快速发展的首要因素是什么？降价？管理？还是产品？

顾斌先生认为，医药的核心永远是创新，重磅药、在研药、后续的产品线对医药企业来说是关键。而在目前中国特色的体制下，影响一个医药企业能否实现快速增长的因素中，“销售能力＞政府关系＞研发能力”。

对话顾斌

警惕并购游戏

《红周刊》：国家在鼓励民营医院的发展，您看好这个领域的前景吗？

顾斌：我个人觉得，医院是个好行业，前景非常看好，但是医院的管理和经营非常复杂，企业投资后的整合是个不能避免的难题。其中最麻烦的一点就是医生资源。好医生很难留在民营医院，一个是职称问题，一个是学术问题。尤其在北京、上海等三甲医院，医生有学术的配套，不能只看收入，学术对医生的职业生涯非常重要，这些都是制约民营医院的最大障碍。还有就是部分民营医院还不能实现医保，并且老百姓只相信公立医院，尤其是三甲医院，对民营医院的接受需要一个过程。最近国务院推出的民营医院开放定价和医保政策给民营医院发展带来了春天。

《红周刊》：很多上市公司也觉得医院是一个不错的领域，想直接通过并购来切入，您觉得通过直接并购一家医院来切入医药行业可行吗？

顾斌：比较难。就我所知，目前上市公司做得比较好的就是宿迁市人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民医院，它是金陵药业的一个投资项目。被收购以后，无论是医院的经营效益还是病人的口碑，都出现了较大的提升。这个案例是在当地政府牵头的背景下完成的，南京鼓楼医院来做技术支持，民营的上市公司来收购部分股权，当地政府还有一部分股权，但这种模式是不可复制的。而且从国外的发展经验来看，医药制造类公司纵向投资医院产业没有成功的经验，医院投资是非常专业的行业，和医药制造有着非常大的区别。近年来，医药公司收购 / 建立医院案例如表 16-1 所示。

表 16-1 近年来医药公司收购 / 建立医院案例

年 份	公 司	事 项
2011	开元投资	以 2.97 亿元收购西安高新医院；拟出资 3.3 亿元在西安高新区筹建圣安医院，项目处于筹备阶段
2011	双鹭药业	通过决议，出资 1.6 亿元与新乡市中心医院合建东区医院，公司控股 80%；2013 年退出东区医院项目，以 1.78 亿元转让持有的 80% 股权
2011	长春高新	子公司赛金药业出资 450 万元，参与设立长沙贝诺医院有限公司
2012	武汉健民	2012 年 10 月通过决议，与武汉市第八医院共同投建武汉健民消化病医院，公司出资 13 325 万元，持股比例 65%
2012	新华医疗	2012 年成立新华昌国医院投资公司，下属癫痫病专科医院——新华昌国医院 2012 年通过决议，拟与平阴县政府合作设立济南新华医院投资管理有限公司，对平阴县中医院进行扩建
2012	九州通	2012 年投建北京中民健医院管理公司，持股比例 51%；2013 年投资昆山东方绿地肿瘤医院，持股比例 60%
2012	千红制药	拟在常州投建“常州千红医院”，定位为集科学研究、医疗服务、康复养生三位一体的非营利性三级综合医院
2013	恒康医疗	2013 年成立四川永道医疗投资管理有限公司，相继收购成都平安医院肿瘤业务、德阳美好明天医院、资阳健顺王体检医院、蓬溪县健顺王中医（骨科）医院等
2013	模塑科技	公司控股子公司无锡鸿意，投资 3 亿元设立无锡明慈心血管医院
2013	福瑞股份	尝试与医院合作设立肝病患者管理中心，与公司核心产品 Fibroscan 系列仪器、软肝片形成协同
2013	信邦制药	收购科开医药 93.01% 的股权，获得肿瘤医院等四家医院的控制权
2013	贵州百灵	以 148 万元收购贵阳南明区天源医院 100% 股权，并增资 2 500 万将其变更为糖尿病专科医院，为 2013 年新收购的糖尿病秘方收集病例并拓宽盈利模式
2014	运盛实业	拟定向增发收购天津九胜投资，天津九胜持有上海国际医学中心 28% 的股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红周刊》：难点在哪？为什么不可复制？

顾斌：因为每做一个医院都要跟当地政府去协商，包括卫生局等多个部门，牵涉的利益太多、太复杂，甲级医院意味着民生和资源，政府基本不会放弃，而放出来可以投资的都是乙级等床位利用率相对不高的医院，而且通常是非营利性质的，并购后性质一般不能改变，未来股东如何从非营利性医院中获利退出还是个未知数。现在真正将民营医院做好并可复制的，在中国不多，尤其是以收购的形式来做，还没有出现一个集团化可操作的模式。

2013 年 11 月凤凰医疗在香港上市受到追捧，主要是因为市场认为公司的发展模式可复制。它只收购过一家医院，其他都是托管模式，即医院的属性不变，还是全民所有制，医院的班子不变，没有切入到医院的内部核心利益，只是医院将管理外包给上市公司，而且上市公司以增量来收取管理费，这种模式比较少（见表 16-2）。另外，医院将之前 40% 来源于药品加成的收入也受让出去，上市公司通过向所托管医院销售药品、器械从而获得盈利，当然作为补偿，上市公司前期要向医院投一部分资金。

其他收购单一医院的模式难度非常大，作为二级市场的投资者，还是要辨析清楚是可复制的发展模式还是概念性的炒作。

表 16-2 凤凰医疗旗下资产情况

	北京健宫医院	北京燕化医院	北京门头沟医院	北京京煤医院
凤凰经营模式	控股 60%	全资控股	托管经营	托管经营
医院等级	二级甲等	三级合格	二级甲等	三级合格
医保定点	是	是	是	是
床位	457 张	701 张	600 张	736 张
收入	3 亿	4 亿	1.5 亿	4 亿
备注	北京最大的营利性医院	北京最大的民办非营利性医院	北京公立医院改革试点医院	

《红周刊》：最近两年国内各个行业并购的案例很多，据说 TMT、医药等尤其明显　是这样的吗？

顾斌：并购的做法在有些行业还是一个比较正常的路径，比如蓝色光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标所处的传媒行业，从全世界来看，发展路径都是靠并购，但还是要谨慎，特别是传统行业的并购确实很难。更多只是一个资本游戏，在美国更普遍，就是赚一级和二级市场的差价，赚两笔钱。

比如一个传统纸媒，PE 给到 20 倍已经很高了，现在并购一个新媒体，比如手机游戏，以 10 ~ 15 倍的价格收进来，但给对方的是股权，上市后股价涨到 40 倍 PE，原来的股东翻了一倍，被并购的公司股东也可以以 40 倍的 PE 减持，买单者就是二级市场的炒家。这种并购之所以越来越多，就是因为各方都愿意玩这种“游戏”。什么时候玩不下去了呢？美国的经验是，收购方发现收来的东西高增长不能再持续，接盘的人面临业绩下滑以及高估值的双杀，然后就是游戏的结束。

自上而下的选股思路

《红周刊》：简单谈谈您的投资理念吧

顾斌：我不做烟蒂型的公司，只关注成长性行业。我是一个右侧投资者，基本上很少做下降通道的股票，也很少选择困境逆转型公司。自上而下选择一两个符合未来政策导向和可以持续增长的行业，比如医药、消费，特别是以刚需的大众消费为主。

我受两个人的影响比较大，一个是菲利普·费雪，另一个是威廉·欧奈尔。我觉得这两个人的思路相结合，比较适合中国最近 3 ~ 5 年的行情特点。欧奈尔的 CANSLIM 法则里的“CAN”中比较关注“N”，比如说股价创新高、新的管理层、新产品、新技术，尤其是新产品和新技术。而 LIM 中我一般只关注“I”即“Leader”。要做就做行业龙头，这是我的宗旨。选择公司更多是使用成长股的理念和方法（如费雪的 15 个问题方法），而在买入点的选择上会以市场为导向，市场的阅读能力也比较重要。在配置方面，可能 70% 的仓位都会在龙头公司，而 30% 的仓位会在一些成长型很好的中小公司里，但是行业较集中，不会去做分散行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简单概括一下，我通常先定行业，选龙头企业，再选合适的买点进行投资。

《红周刊》：为什么选医药这个行业？

顾斌：除了工作的原因，我觉得医药是中国未来20年最确定的几个行业之一。第一，每个人都要经历生老病死，当生命受到威胁的时候，财富就没有任何意义了，所以药品的价格弹性非常小，不会因为价格高涨而压制需求。

第二，未来中国特别是北京、上海这样的城市，老龄化严重，医药消费需求的增速比较确定。基于我们国家的体制，在医药保障方面，很大程度上买单者是国家，而且我国医药消费占GDP的比例跟国外相比较低，医保目前基本做到了全覆盖。

第三，有些产品周期短、更新快导致行业爆发快、衰落也快，但医药行业研制出来一款新药甚至是仿制药，生命周期基本上是在20年，甚至有些老药上百年还在用，淘汰周期非常缓慢，而且新药又具有高精尖的属性。我比较看好医药类似科技行业但产品又不会更新太快的特点，特别是在大家看不清楚经济形势的背景下，医药行业最确定。

中国一个行业的爆发一般会有三个特征，一是刚需，二是原来的制度有问题，三是管制，比如房地产行业，原来就是刚需被压制，一旦爆发出来，就是一个20年的大牛市。医疗和教育是中国最典型的两个类似的行业。

《红周刊》：老龄化越来越严重，政府的压力也会很大，会不会把压力传导到企业，影响企业的利润？

顾斌：肯定会。这个趋势现在非常明显，所以我的观点是，药价肯定是持续下降的，也就是说，对于医药公司，我们不能指望“捡到篮子里的都是菜”，医药公司之间的差异巨大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于企业来说，怎么弥补这个劣势？最好的医药公司应该有一个丰富的产品线，形成一个梯队形，有一款重磅药作为基石，下面有不少二线产品，然后有足够的储备药做补充。很多依靠一两款药品支撑的药企，逢降价就容易死掉。国家想降药价，但是难度也很大。因为我国的医药体系是以药养医，医院大部分收入是靠药品加成，一味降价已经出现很多负面效果，比如很多廉价药买不到了。

中国的原研药和仿制药的一致性评价一直进展都比较缓慢，包括上一届政府批了很多药品，曾出现过中药注射剂“疯狂”上市的局面，而且仿制药的质量普遍比较差，国家、医生、病人都愿意用进口药，导致原研药一般是单独定价，在国外原研药过了专利期，价格就会下跌 70% ~ 80%，但中国还是原价。再看 2013 年年底预期会出台的一个低价药的政策，指出如果日均化药用药量在 3 元以下、中药在 5 元以下，企业就可以自主定价。所以降价在中国不能一概而论，一些便宜的药品已经没有下降空间了，但高价药确实还能降，另外还有一些药品是没办法降价的，比如独家品种，在现有的招标体系下怎么降？

另外，很多的降价是伪降价，为了搞政绩工程。药价有两个，一个是招标价，一个是零售价。很多地方政府降的都是最高零售价，例如：最高零售价 10 元，招标价 7 元，有的地区提出最高零售价降 20%，就是 8 元钱，零售价还是 7 元，只有降招标价才有实质的影响。

降价是大趋势，但要区别对待。一个是竞争格局很激烈的药品企业，国家降价，厂商就要火拼；一个是三两家寡头，利益结盟就可以基本维持；最好的是独家，没有多少降价空间。

评估医药企业的具体指标

《红周刊》：“降价”这二字是制约医药行业发展的核心要素吗？

顾斌：如果真正了解整个医药行业的发展逻辑，就会知道降价不是医药行业的实质性问题。不具备竞争力的公司会受到影响，但核心公司不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受到大影响。医药的核心永远是创新，重磅药、在研药、后续的产品线对医药企业来说更关键。

医药企业的估值不是以PE来估的，所有以PE来估值的前提，是公司需进入到一个稳定增长期。恒瑞医药的估值高于行业平均，因为它有非常多的储备药和再研药。2013年公司储备药进入到一个收获阶段，基本上未来每年都有两三种一类新药上市，每上一种新药，预估至少都是5亿以上的销售规模，未来几年的PE会降下来。如果只有一种重磅药，总会遇到天花板，市场就会给一个较低的PE，这就是市场的逻辑。

另外，港股的中国生物制药（01 177.HK），也就是正大天晴的母公司，估值一样不低，而且一直走上升通道，2013年CCTV对正大天晴的“商业贿赂”进行报道，股价跌了一天后又创新高，回头看这是不错的买点。正大天晴作为仿制药企、肝病龙头，形成了恩替卡韦、异甘草酸镁等肝病系列药，并且在肿瘤、心血管，甚至糖尿病等大病种方面都有很深的储备，而且销售能力很强。这样的龙头公司，在哪个资本市场，投资者都是买账的。

《红周刊》：研发能力从哪些方面来评估？

顾斌：我有一些指标供个人投资者来参考：第一，看公司的专利数、研发成本以及研发费用占整个销售额的比例等，这些数值比较高说明公司是研发驱动型的，但也要区别对待，应该围绕公司的核心技术战略去研发，不能什么都做，投资巨大但是落地很慢的企业也不看好，也就是研发要有效率，要有前瞻性，公司的研发负责人非常重要。另外还有研发人员占公司总员工的占比、在整个医药行业的地位等，都可以从侧面来看这个公司研发技术是否强大。

《红周刊》：在中国，研发能力强是您关注医药公司的首要条件吗？

顾斌：一个医药企业能否实现快速增长，相关影响因素的排序是，销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售能力 > 政府关系 > 研发能力，这是目前阶段的中国特色。但是未来的方向可能是研发能力 > 销售能力 > 政府关系，这个随医改的发展而变化。

政府关系代表药品早进目录，早进招标体系，早进医保，再牛的药，进不了这些体系，放量都是很难的。销售能力是指，同样一种药品，不同公司销售，最后的结果可能差 10 倍，甚至是 100 倍。

《红周刊》：怎么看一个公司的销售能力是否强大？

顾斌：可以计算单人的销售量，在口径一致的模式下，每个销售人员一年的贡献量，即一年的销售额 / 人数，这个值大于 100 万的级别，属于销售比较强的公司。但是这个方法只适合自己有销售团队的企业，如果用代理和招商模式，则不适用。这不是说代理和招商模式不好，比如中恒集团的血栓通使用的就是代理模式，一样做到了医院第一大中药用药。如果是使用代理和招商模式，对代理商的管理、招商能力、渠道控制都是很重要的考量因素。

《红周刊》：医药行业的销售模式和其他行业不一样，支付端和消费端分离，这是不是您看重销售能力的原因之一？

顾斌：对，这就是医药行业营销重要性超越其他行业的主要原因。在其他行业，消费者更多是自己需求和意愿的决定者，而医药行业中，老百姓属于信息不对称的一方，病人的话语权在医生手里，医生开什么，你吃什么，最后的支付端又在医保，受到政策的干扰，变相地说明对公司的选择要更关注销售的能力和与政府的关系。

《红周刊》：您曾说过，降药价之后，市场的分化越来越明显，医药行业开始进入一个转折期，这个转折是指什么？

顾斌：医药行业已经进入转折期，这个趋势在前几年就开始了，就是竞争力小的公司向资源丰富的公司整合。我说的转折是指从之前的普涨转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变为分化、强者恒强的格局，通过GMP认证、仿制药一致性检验以及国家对药企质量要求的提高等，市场会越来越分化，导致一些小企业很难生存。总结一下，企业战略主要有差异化战略和成本领先战略，而成本领先战略在医药行业是很难一直使用并成就伟大企业的，而差异化战略是医药行业的最重要战略，落到投资上，我们就是要寻找一些产品、企业发展战略“有差异”，而且最后能够为股东赚钱的企业。

《红周刊》：有分析报告指出，2014年很多品种面临政策风险，“以药养医”有可能向“以技养医”的方向发展，所以医疗服务和医疗器械具有更多投资机会，您赞同这个逻辑吗？

顾斌：这只是市场机构投资者的一个逻辑，但不符合产业的逻辑。以药养医能去除吗？从现在来看，很难。医院40%收入从哪来补充？而且从国外的经验看，去除以药养医并不能降低医疗费用，医院一样从其他方面（例如服务费）来收钱，从国外的经验看去除以药养医后，医疗费用整体还是在上升。我国医疗器械的产品跟国外相比差距很大，低端的医疗器械就是制造业，不过这也是机会，国产替代永远是一个好话题，不过说老实话，我有点悲观，国内的医疗企业和通用电气、西门子、强生的差距相当大。医疗服务未来是个比较好的投资方向，但是和取消以药养医没有必然联系，医疗服务的投资逻辑就是“有品牌”和“可复制”。

《红周刊》：总结一下您医药股的投资逻辑吧。

顾斌：作为个人投资者，我是以产品为导向，分析现有的、储备的、在研的产品，以管理层和销售为抓手，来研究医药公司的。好的产品和大病种有很大关系。所谓大病种，治不好是一个很重要的特征，就是要长期服药，以控制病情发展为主，不吃却会死人。癌症是最典型的，另外还有高血压、高血脂等心脑血管疾病、糖尿病、风湿关节炎等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中药现代化——千亿规模药企的发展路径

《红周刊》：您现在仍然比较看好“独家 + 中药”的组合吗？

顾斌：中药避开了化学药的竞争，化学药真正好的公司在国内不多，龙头就是恒瑞、豪森、正大天晴、齐鲁制药等。国内化学药无非就是做仿制药，现在做原研很难，做仿制药和国外药企竞争也很难，就像恒瑞做到如此，跟国外药企相比，还是很小的体量，而且化学药没有独家品种，竞争环境很恶劣，中药一是可以避开国外，二是独家比较多，中国人有使用中药的习惯。

《红周刊》：目前很多人对中药存在质疑，您怎么看？

顾斌：中药在各个病种的占比中，心脑血管占了 50%，所以从数据来看，在心脑血管领域，中药肯定是有疗效的，其中机理无非是扩张血管让血流更加通畅，并非用来急救，更多是一种缓解的作用，所以我认为中药的未来发展方向有三个：中药消费化、中药滋补化、中药现代化。从长远来看，能够真正做循证医学的中药，能够做临床双盲的试验，通过认证的方式来做中药，就不是严格意义上的中药了，而是一种植物药，这样才可能真正走出国门，释放未来更大的发展空间。

《红周刊》：天士力一直是您的“心头好”，您是怎么看上这家公司的？

顾斌：我看好未来中药现代化的发展方向，天士力是中药现代化的代表。第一，公司拥有我所看到的最理想的经营团队。第二，公司拥有最具市场价值的大病种产品和代表未来制高点的储备药，生物制药和中药现代化两条腿走路，同时形成了现代中药的数字化制造平台及与之配套的营销网络。第三，公司将传统的中药融入现代医药中，发展空间巨大。

目前来看，我觉得医药行业会在两三年内出现千亿市值的公司，但千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



亿规模以上就要靠国际化了，单单中国市场很难支撑。

红周刊：中药注射剂的安全性也为很多人所诟病，对此，您怎么看？

顾斌：我对中药注射剂比较谨慎。之前生产中药注射剂的很多小药厂获得批复，诟病的就是不良反应，问题的关键在于质量体系。最近每年就批一两种，质量都比较高，与以前“地标转国标”的产品质量差别巨大。抗生素受控之后，中药注射剂在感冒等领域使用较多，需求大逼迫行业更规范，规范的结果就是更集中。中国真正能拿得出去的药剂就是中药注射剂，但是发展的路径要规范，要用国际的玩法去玩。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 3 月 1 日第 14 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章

@独立财经分析师

一个 10 倍股发现者的投资思路



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就在记者采访“独立财经分析师”范小明的当天，他办理完了离职手续，从此卸下了4年多的研发工程师工作，同时卸下的还有“独立”二字。由于他具有计算机和互联网产业背景，又有一系列互联网行业报告在投资圈内引起广泛关注，2014年伊始即被国内某知名券商收入麾下，正式成为一名互联网行业分析师。“日后我主要研究美股市场互联网企业，对于A股市场来说，我仍是‘独立’的”，范小明笑谈。

2013年年初至2014年的15个月内，以10倍涨幅霸居A股榜首的网宿科技（SZ300017）是范小明的代表作之一。回首股价在曲折中上涨的过程，每逢市场对它动摇、人心不定之时，他就在雪球网上以“独立财经分析师”的用户名，坚定表达自己的看好观点。十多篇研究报告中，数据之翔实，逻辑之严密，让每一个读者领略到了他高超的分析能力。

从草根研究者到知名券商分析师的转变，他开启了一段新的征途，而资本市场上，以互联网为代表的新经济能否引领A股走出泥沼，很多人还在犹豫踯躅。

对话范小明

分歧产“牛股”

《红周刊》：我们还是先谈谈您的“爱股”网宿科技吧。

范小明：我当时注意到这只股票，主要是因为对这个行业比较了解。很多投资者在筛选标的时通常先选行业，再选公司，我基本上也是这样。公司的产品听起来很枯燥，默默无闻，但在整个互联网行业中却发挥着极其重要的作用。良好的盈利模式、稳定的竞争格局，保证了它出类拔萃的业绩。我在2013年中报公布前2个月开始写第一篇报告，之后又写了一系列文章来解读公司产品的技术原理、客户结构、行业趋势、竞争格局、国际同行比较等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：2013 年上半年 A 股创业板最火的股票并不是网宿科技，市场的焦点在电子、传媒、安防等领域，您是怎么切入这个细分产品方向的?

范小明：2013 年这些行业的股票，都有着不错的表现。我也曾经推荐过欧菲光 (SZ002456)、掌趣科技 (SZ300315) 等股票，但是我对它们业绩持续超出预期的态度，还是很谨慎的。过去几年，触摸屏行业跟随智能手机的爆发而迎来一个绝佳的发展机会，这是渗透率从零起步的快速增长阶段。影视传媒行业也类似，它们等到了影院屏幕快速增长的机遇。成也萧何，败也萧何。渗透率和普及率达到高点之后，它们的业绩增长速度难以保持连续性。因此，我倾向于寻找一只持续受益于中国新经济的股票。网宿科技的产品不为大众所熟知，非常冷门，其发展空间也不被很多机构投资者所认同。但是，对我来讲它的发展空间很大，业绩确定性强，满足了我选股的所有标准。当然，它区间最高涨幅有 10 倍，也是我一开始没有料到的，这里面有运气的成分在内。

《红周刊》：能否透露一下您 2013 年对电子、互联网、传媒故事的分析逻辑?

范小明：2013 年上半年基于行业来推动股价的逻辑并不是特别鲜明，是群雄并起的一个格局，但是一些大牛股还是有迹可循的。比如欧菲光，上半年上涨了六七倍，它业绩起飞就依赖于中低端智能手机的放量。当智能手机普及到一定程度后，创新点越来越少，那么硬件的更新频率肯定会下降，但是依托于硬件应用和服务就开始大放异彩。下半年以手机游戏为代表的移动互联网股票表现出色，短期之内走高，催生了泡沫。梳理下来，整年的市场逻辑还是很鲜明的。回溯去看，我在雪球网上所有文章的分析思路也都是如此。

《红周刊》：网宿科技的巨大涨幅也伴随着跌停和质疑声，点评到现在，您最大的收获是什么?

范小明：投资并不是一件需要寻找认同感的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在股市中研究和投资，发掘别人没有注意的机会才能赚大钱。如果你的观点被别人认同，说明市场在这个过程中没有分歧，没有分歧也就没有股价的大幅波动，和主流观点相悖，才有可能获得超出市场平均的收益率。

从实业的角度来讲，任何一家大公司都是由小公司发展起来的，起初小公司的竞争环境也是比较恶劣的，客户、渠道、竞争对手等都是对小公司很不利的成长环境，这一点可以从目前的巨头腾讯、奇虎360等的发展轨迹来验证。股票市场是对实业的放大，实业中任何一个因素都会成倍放大到股价中去。因此，股票市场上充满质疑和分歧的小角落里，可能蕴藏着大宝藏。

《红周刊》：在分析逻辑中，资本市场会比较不同国家市场的同类型股票，以寻求估值水平或者市值的映射和对齐。您觉得拿不同市场的公司做对比是否合理?

范小明：严格来讲，不应该存在不同市场估值水平差异很大的现象，但是实际上，因为资金流动的限制、社会制度、投资者预期差异等原因，全球各个市场同一类公司的估值存在很大的差异。例如游戏行业，美国的中概股完美世界 (Nasdaq.PWRD) 市盈率不到10倍，腾讯控股 (HK.00700) 在港股也不高，但是A股的游戏公司2013年的动态市盈率低于70倍都不好意思跟人打招呼，这是客观事实。所以，完全要求不同市场的同类股票估值水平很接近，也不太实际。

但是另一方面，在理性的市场环境下，评估真正成长型和价值型的股票时，市场会选择市值的映射，也有其合理性。虽然存在投资者预期差异、风险偏好不同等原因，但海外市场中具有同质产品的上市公司的市值，能给A股公司的市值指定一个参考系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：很多长期投资者不做高科技行业的原因之一，就是科技行业变化太快了，且长期来看很容易遭遇双杀，从优秀回归到平凡也会付出很大的代价。您认同这种观点吗？

范小明：这类投资者可能对以互联网为代表的科技股并不是太了解，这些行业并不在自己的能力圈之内，所以他们不投资于此是明智的，这点我很赞同。但是不同的人对不同的行业的了解程度不一样，能力圈不一样，所以不能推而广之。如果我对互联网比较熟悉，了解产业发展的大规律和估值方法，那么为什么不关注？这些行业的公司，通常具有很强的创新性和颠覆性。如果通过缜密的分析，能发现一个将来可以改变人们生活习惯的伟大公司，那么跟随它一起成长，何乐而不为？巴菲特一生很少投资科技股，是因为他本人对这些行业不太了解，如果投资者教条式地画地为牢，则是对巴菲特投资思路的曲解。

2014年TMT行业看好路径分析

《红周刊》：如何看待传统的产业链条，如电子产业链、安防等，2014年还有机会吗？

范小明：电子产业链比较看淡，因为现在智能手机的渗透率已经非常高了，现在的消费者已经很难像前几年那样，iPhone1到iPhone4一年换一次，另外智能手机的创新也非常少，电子硬件销售很难维持一个比较高的增速，手机销售的增长速度预期是下滑的。

安防产业链看平，因为安防产业发展到现在市值已经很大了，地方政府怎么来支付安防产业的资金，都是一个问题。但安防的需求确实还存在，每年30%的增长还是有保障的，一个利好一个利空，所以暂时看平。

《红周刊》：棱镜门事件之后，国家对信息安全非常重视，您怎么看？

范小明：长期发展来看，市场空间在慢慢打开，但是具体到A股的标的上，我个人觉得相关公司的业绩很难在短期内爆发，这是由公司产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和盈利模式所决定的。目前这些公司是信息安全产品的实施方，不能定位成为互联网公司，所以用户量和业绩很难在短期内爆发。如果它们不会受到互联网安全企业的挑战，比如奇虎360，那么它们的业绩就会逐年缓慢增长。

A股信息安全的企业最大的挑战来源于潜在的互联网安全巨头企业，一旦介入，目前所谓的信息安全概念股就会遇到大挑战。A股很多关于信息安全的投资逻辑基本和业绩没有关系，更多是由各种突发事件来驱动股价波动。

《红周刊》：您如何看搜房网（NYSE.SFUN）400亿市值逼平了恒大地产(HK.03333)？

范小明：这很正常，以后这样的情况会越来越频繁，我们要慢慢接受这样的现实。现在质疑这样的现实，就相当于惊愕“腾讯市值居然逼近了茅台”一样。这些现象一开始听会觉得很荒谬，但是这是切切实实在发生，并且将来会进一步强化的事实。以科技创新和用户体验为核心的高科技公司，高度重视用户的消费体验，有着多元的商业模式，它们将来会越来越多，逐渐取代传统重资产、高消耗、低创新的公司。从资本市场上的股票表现来说，市场从短期来看可能是无效的，但是从长期来看，又必然会反映实体行业的深刻变化。

《红周刊》：硬件也表现了，软件服务商也被挖掘了，您认为2014年TMT行业的逻辑可能的路径是什么？

范小明：2013年，不管是A股的创业板股票，还是美股的中概股，都涨幅巨大，整体有泡沫之嫌。在这里，我不论2014年股价的走势，只谈行业的发展。

2014年我对两个行业非常看好，第一是为互联网行业提供服务产品的企业；第二是垂直行业的互联网企业。垂直互联网行业已经涌现出一批大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛股，比如搜房网、唯品会 (NYSE.VIPS)。

中国互联网行业和美国生态不一样，国内三大巨头已经把江山基本瓜分完毕，只剩下一些垂直互联网的 O2O 的子行业里还有些机会，有些领域有一些巨头们不愿意干、没有精力去干的事情。比如负责线下推广的、跟具体实业结合非常紧密的业务，大众点评网、基于地图的 LBS 服务是其中 O2O 应用的典型，线上活动能够指引到线下的消费和交易，是会大力发展的行业。

互联网已经在颠覆每一个行业了，互联网化、O2O 化就类似于以前铁路、飞机的出现，它们会极大减少人们沟通的成本，加快人们在询价、交易、评论等诸多商业环境中的效率。未来这些行业里一定会再有大牛股出现的。

《红周刊》：2013 年 9 月您曾认为 A 股的创业板位于“底部的顶部”，现在您的判断是怎样的?

范小明：首先，我认为中国未来的发展方向一定是以互联网为代表的新经济，未来会涌现出以创新来驱动产业成长的企业，而很多有此鲜明特征、有活力产品的公司都落在创业板里。其次，我看好的是创业板指数，而非创业板的全部股票。我并不认同创业板所有的公司应该一起普涨，而应该是好股票慢慢上涨、烂股票跌入地狱。这才是正常的市场，而且注册制是未来发展方向，分化是大趋势。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 3 月 22 日第 20 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章

@岁寒知松柏

败也财务，成也财务

岁寒，然后知松柏之后凋也

——《论语·子罕》



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"'岁寒知松柏'是我的网名，我用它来警戒虚荣与浮躁，磨练毅力和斗志。"

在采访岁寒之前，看到他著述的这篇"自我人生写照"，敬佩之余，更多的是感动，感动于一个互联网"大V"的真实与真诚。

"1979年生，出身农村。为了让弟弟参加中考考试，不得不去邻居家借5元钱，而因不好意思开口，在别人家呆坐一晚上。"

"1998年世界杯决赛之夜，因偷偷看比赛，家里唯一的电器黑白电视机被父亲扔出房间。"

"中专毕业后的第一份工作是对运煤车违规收过路费……"

岁寒1999年只身来到深圳，从基础会计核算到整体税务筹划和预测决策，前后历经15年，其中在一家大型制造企业一干就是9年。正是这种人生经历和会计积累，让他有勇气和底气投身于证券市场：

"2005年起开始关注A股，2008年年底进入港股市场，而由于全仓买入认购权证，2009年年底港股账户只剩下200港币，几欲自杀……"

"我一直在工厂基层工作，觉得自己也不是很蠢很笨的人，也比较努力，为什么在经济物质、社会地位上远远不如水平跟我差不多的人？心理与现实有反差，比较着急，这导致在行为上急功近利。操作层面上，当时的视野比较窄，仅看到极少一部分股票，又没有朋友交流，整个知识面和研究深度都不如现在。"

"2010年开始大规模查看内地、香港上市公司财报及公告，坚持每天将当日所有上市公司公告过一遍。"

"2012年中质疑雨润食品财报粉饰，致使公司股价暴跌、董事会主席辞职等，差点染上官司。"

在一次次试错和调整之后，岁寒终于找到了适合自己的投资体系，A股与港股的收益持续稳定增长。目前的岁寒在家中看看资料，中午给儿子做做饭，和朋友一起研究讨论公司……之前那个紧张、焦虑、斗志昂扬的"战士"从容下来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我现在只需要证明两件事：一是我的人品可信；二是我确实有持续盈利的能力，比如连续 3 年以上取得优秀的投资成绩，那么成功转型为资产管理将会是水到渠成的事。这需要一个时间过程，我已经能看清楚前行的道路并确信自己可以走得通，所以我不急了。"岁寒语气坚定。

对话岁寒

看财报要抓住哪些点？

《红周刊》：我注意到，您之前更关注利润表和资产负债表，现在为什么觉得现金流量表很重要？

岁寒：公司的现金流体现在三个方面：经营活动、投资活动、筹资活动。打个比方，我们在餐馆吃饭用现金付费，还可能办会员卡（即预存款），餐馆支付食材（如果长期在一家企业买米买油，或许还可以赊一点账）、人工、水电等日常开支后，经营性现金流会很好。只要餐馆生意旺，翻台率高，完全覆盖了前期的装修、店租等投资活动产生的现金流出，那么餐馆就将拥有很好的自由现金流。

反过来，公司若没有好的现金流，哪怕是有账面利润也无法真正回馈股东。这可能是生意模式不好，或者管理有问题，甚至存在财务造假。所以，现金流量表的分析很重要，现金流不好的公司，投资者应该小心回避。

不过，通过资产负债表和利润表的结合也可以进行现金流的分析。像现金转换周期（现金转换周期 = 应收天数 + 存货天数 − 应付天数）就是这样的指标，它能够判断公司生意模式的好坏，还可以和管理学大师迈克尔・波特的五力模型分析相印证。这个指标的结果，长期看和现金流量表上的经营活动现金流能对应，只不过经营现金流比较直接地体现了结果，而现金转换周期能侧重反映问题的来源。同样，通过查看利润表和资产负债表，根据长期资产的变化等，也可以推算出自由现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：您说过，自由现金流特别是经营现金流不好的公司要回避，在这上面吃过很多亏，您能举个例子吗？

岁寒：如果公司有利润没现金，一般情况下是应收账款收不回来，应付账款可能还要进行预付，这表明它在上下游产业链条中话语权不强。另外也可能是公司的生产期过长，库存管理差，整体资产周转率低。这些都表明它的生意模式不理想，不是适合投资的好公司。当然，这个还要结合具体情况来判断，比如在自有资金雄厚的基础上为了抢市场占有率而放宽信用政策，如果确实可以达到打压竞争对手的目的，那有可能会是大牛股。

现金流量表也有助于投资者鉴别财务造假，去伪存真。过去公司造假常常在流动资产上动手脚，以便虚增营业收入和利润。其中，虚增存货、应收账款等做法最为常见。比如，某家公司贷款把存货搞得非常大，能供生产数年之用，如果销售没有提价，公司毛利率并没有提高，那么很有可能是公司虚增了存货，因为不会有企业老板傻到背着债去囤可能跌价的存货。

现在上市公司在流动资产科目动手脚已经比较少了，很多是固定资产或者在建工程里有问题，我吃亏多是在这方面，比如雨润食品。固定资产和在建工程可能虚占了大量的现金，也可能是这个行业确实有很大的发展空间，这里要做出真实性判断还需要有财务以外的知识辅助，比如行业的发展格局等。

《红周刊》：另外，我看到您此前关注 PB，有捡烟蒂的习惯，现在有改变吗？

岁寒：现在我认为 ROE 及其变化趋势，也就是成长性很重要。如附表所示两家公司，ROE 分别为 10%、20%，如果前者以 10 倍市盈率（PE）买入，后者以 40 倍市盈率买入。现在假设持有两家公司的期限均为 30 年，期间公司的 ROE 不变，而 30 年后都以 10 倍的市盈率来定价。结果是：前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者获利16倍，后者获利59倍；前者年复合收益率10%，后者达到15%。这就像芒格所说，应该以合理的价格买入优秀的公司，并且长期持有。长期来看，高ROE带来的回报远高于初始成本低带来的回报（见表18-1）。

表18-1 高权益报酬率带来的投资回报更高

ROE	买入PE	持有期	到期PE	获利	复利
10%	10	30年	10X	16倍	10%
20%	40	30年	10X	59倍	15%

这里有一个问题，案例中有预期的假设，即30年间ROE保持不变，本质是在要求企业未来ROE有稳定性和确定性。为什么巴菲特不买高科技的股票？科技股变化太大了，而可口可乐、吉利刀片等则很难被颠覆。

更多的情况是ROE会变化，如果持股时间缩短到三五年，但ROE逐步增大，即利润增长甚至加速增长，那么不单每股利润会增加，市场愿意给的PE可能也会提高，两者结合形成戴维斯双击，复合回报率会非常高。当然，反过来则可能演变成戴维斯双杀。

不过，任何投资收益都由两个因素决定，第一是空间，第二是时间。一年收益20%和20年合计收益20%一样吗？完全不同！一个“烟蒂股”在一定时间里，有比较大的把握达到一定涨幅，为什么不可以买入？关键要在合理估值的基础上确定时间周期。以前我忽视了时间因素，所以我不认同价值投资不需要择时或注意催化剂这样的观点，我认为买好的不如买得好。

如果有两种选择，一个是好公司，一年内可能涨幅有限，但是持有十年内可能涨好几倍；另一个公司是持有十年可能不会上涨，但是最近一年有很大概率涨30%以上，那么我会选择后者。空间、时间要结合起来判断，只不过时间这个因素很难确定，如果不是精于计算、善于观察的人，建议选择前者，因为判断行业和好公司比判断时间更容易。

《红周刊》：在财务上，业绩拐点确认的关键是什么？

岁寒：任何一个行业都有周期性的波动，投资者可以用财务里的“量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本利”分析来进行把握。你看海底捞和多数平庸的餐厅最大区别是什么?翻台率！一个餐馆需要很大的固定资产支出，即使餐馆毛利率很高，但是客人不多的话，也不会挣大钱，从赔钱到挣钱有一个点，这在财务上叫保本点，当达到这个点之后，利润会成倍增长，比如电影院的保本点在于上座率。我认为每个行业都会有一个关键指标，而产能利用率和盈亏平衡点是关键，在这个点达到之前公司不挣钱，市场不会给很高的估值，如果你发现离这个点很近了，或者已经过了，市场的关注会有很大变化。

《红周刊》：上面咱们谈了很多财务，但是财务判断不是投资的全部，早年您因为“财务”吃了不少亏，看来知识也是一把双刃剑。

岁寒：那是因为以前我对财务的理解不到位。很多人对财务能做到考试优秀，但却很难和投资股票的实践结合起来。我举一个最简单的例子，什么叫资产?理论上“资产就是企业拥有并控制的、预期未来能够带来现金流入的资源”，如果是现金流出就是负债。这个概念在会计书中第一章阐述，被很多人忽视，但我认为这是财务中最重要的。这个概念中最关键的一个词是“预期”，现在账上有1亿，未来就能带来1亿现金流吗?根本就不是！钢厂和茅台同样有1个亿的资产在账上，未来现金流入可能会相同吗?很多会计只看账上的数字，但更重要的是分析资产的质量，以及管理这些资产的人，要根据行业状况和公司的商业模式来判断。财务要从动态角度看，关注发展的趋势，未来才是决定回报和收益的关键。

《红周刊》：财务指标很多都是已经发生了的事实，是后视镜，怎么用这些数据判断未来呢?

岁寒：首先要有一个思维上的转变，就是从财务会计转变为管理会计。上市公司公布的财务报表是按照会计准则编制的，更多的是反映公司的过去和现状，所以投资者应将报表中的数据和公司的动态结合起来看，多看环比，多看收入，粉饰营业收入比粉饰利润更难一些，因为大部分行业是要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应增值税发票的，而利润受到很多费用、成本影响，有很大的调节余地。

在具体指标上，比如主营收入增长在加速，但是利润还没有同步增长，这可能是一个非常好的机会。一般来说，收入的增长会提前于利润的增长，当净利润增速大于收入增速时，已经到拐点以后了，这里面有个经营杠杆的问题，而且这样好的阶段很多人都会关注到，如果大家都关注了，还会有好价格吗？

当然，也有些公司的收入刚开始增速不大，但毛利率有所提升，三项费用控制得好，净利润也会大幅增长，之后收入再大增，利润可能成倍增长。这方面最好关注季报、半年报和年报，拉的时间太长，容易错失良机。还可以关注目标公司每月的产销数据，以及研发支出和拓展项目、订单变化，并结合存货变化、广告推销费用、行业上下游产品价格的周期变化数据等，这些数据都比报表更及时。

《红周刊》：如果对一家上市公司进行简单财务评估的话，您觉得要抓哪些要点？

岁寒：第一是评估公司所处行业的基本特征、财务特点、发展空间、回报水平，结合目前的估值，凭经验同行业内的其他公司横向对比一下。

第二是看股权，我不看好股权过于分散的公司。若大股东及其一致行动人持股比例低于 20% 一般就不理想，低于 30% 要警惕。股权过度分散一是说明大股东没动力做好公司，二是说明连大股东自己都不看好。

第三是企业历史纵向对比，看看过去 5 年以来公司财务数据的变化。可以先看 ROE 近 5 年的变化，再结合净利润率分析经营杠杆问题、拆解总资产周转率以观察管理水平，看权益杠杆判断财务风险，对公司进行杜邦分析，重点关注近 5 年平均 ROE 在 15% 以上或明显呈上升趋势的公司。

具体到三张表，从利润表看利润和主营收入的增长情况，若某一年大赚或大亏则需要翻查详细的报表。再看最近几个季度的连续数据，如单季度的收入增长率、毛利率、净利润增长率等，了解最新的趋势，通过利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表结构和项目进展、订单变化等其他信息来确定产能利用率或盈亏平衡点。资产负债表中，看固定资产、流动资产的构成，要特别留意相对数值较大、波动剧烈的科目。要对比历史纵向和同业横向来理解资产的决定因素在于管理，企业真正的价值并没有在报表上明示。现金流量表中，如果经营活动下的现金流量比净利润还少，就要判断生意模式的好坏和盈利的质量。如果资本支出很大，就要判断行业前景和项目的真实性并警惕资金链风险。

第四是看公司分红和回购情况。需要注意的是：

（1）我认为报表上数据栏目越少越好，尤其是资产负债表和现金流量表，说明公司很专注，专注才能突出主业优势。

（2）看趋势比静态的数值更重要。

（3）经验的积累就是参照坐标体系的建立和完善，财务指标没有固定的标准，必须针对不同的行业、不同的周期、不同的成长阶段灵活运用。

（4）单一的指标很难说明问题，需要多个指标结合起来判断，甚至需要配合公司的特定商业模式去理解。

（5）如果个别数据或指标不理想，可以翻查详细的财报了解原因和评估影响。公司和人一样，不可能十全十美。

青睐能源细分领域内的机会

《红周刊》：简述一下您目前的投资体系吧

岁寒：2011 年开始着手建立投资体系。长期来看，股市会反映经济走向，即使中国的名义 GDP 和 M2 增长速度有所下行，但是如果我每年的相对收益率都高出 10%，长期来算就是约 20% 的年收益率。宏观经济有周期波动，很难准确地判断出峰值和低谷，不过只要在好行业里挑选好公司，平均下来达到 20% 以上的年收益率并不算难事。

在仓位的控制方面，我以大盘的整体估值作为主要参照物，当整体估值偏高时，还是要减仓。可以像格雷厄姆一样 30% 债券和 70% 股票动态配置，行情转好时，股票市值在不断增加，就降低股票仓位、加仓债券，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反之亦然。投资组合和配置方面，一般持有5～10只股票（具体可参考我发表的文章“投资组合和收益率”），分布在几个行业，组合内会按进攻和防守的需要进行换股调整。

最后是个股的估值和买卖操作，首选行业前景广阔但公司体量却不大并且有竞争力的标的。具体操作时，我会选择在基本面已经体现出很多确定性的积极因素，但估值仍然处于低位、股价并未及时反映的时机买入。卖出则相反，即在基本面已处于右侧，但价格仍处于偏左侧时交易。

《红周刊》：港股有做空机制，您的财务专长更便利，为什么不做空？

岁寒：做空最多赚100%，亏损却可能是无限的；做多的话虽然最多可能亏损100%，但这个概率小很多，可是上涨的空间是无限的。这里的风险收益不对等，当然如果你能够在较短的时间内有30%～50%的收益，就可以去做空。做空现在大概有两种情况：第一种是行业和公司出现拐点时考虑做空；第二种就是财务打假，这种情况爆发力非常大。

其实，证伪比证实容易得多，我有财务打假的能力，但是我不会去做空。以香港的公司来说，央企没有太大的动机去造假，最多做一些业绩平滑；香港本地区企业很多是没有什么实业的，顶多就是钻规则中的空子搞增发圈钱的名堂，老千股居多；真正造假的公司是一些内地的民企，凡是能够沽空的股票，市值一般在50亿以上，有这个市值的公司，大股东都可能有问题。做空时因为要公开沽空报告，个人信息很容易暴露，所以与其提心吊胆挣钱不如踏实选好公司。

《红周刊》：您目前在研究的行业有哪些？

岁寒：我目前研究的主要是能源和医药，其中医药是世界各国股市过去几十年来表现最好的行业，随着我国人民生活水平的不断提高，特别是老龄化导致医药消费的加速增长，我相信它将会是中国未来几十年里最确定的好行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：您关注哪些能源类细分子行业？

岁寒：我主要关注火电、水电、风电、光电、核电、天然气产业链，还包括一些海上采油工程、国外能源工程承包等，原材料和设备等能源上游也有关注。

我觉得能源市场的需求是很刚性的，不管是个人还是国家，能源需求越来越多是大趋势，另外这个领域有一些确定性的机会。比如火电，大家不看好这个行业，所以估值非常低，但这里有估值回归的预期。

水电成本很低，使用寿命非常长，前期投入很大，后期基本不用再投入，电价又在慢慢提高，所以水电公司的现金流很好。水电其实在玩一个财务杠杆的游戏，即刚开始建电站时，资金大部分来自银行贷款，之后第一年运营产生的现金流里包含了利润及折旧摊销，将这笔现金流入还掉部分本金，第二年本金和利息变少，一直持续下去，本金还掉、利息消失，越到后面利润和净现金流越好，很多公用事业都有类似特点。另外现在中国实行电力价格管制，未来电力市场化时，水电价格上涨预期明确，所以我看好这个行业的商业模式以及价格提高的预期。

至于风电，未来几年大概能维持 30% 左右的增长，它已经是一种技术比较成熟、适合大规模商业化的新能源，盈利模式确定，发展较快。

太阳能现在的主要问题是成本比较高，不过，由于中国石油 50% 以上需要进口，基于中国能源的战略考虑，政府给予新能源特别是太阳能的补贴力度很大，现在光伏电站的内部收益率（IRR）已经比较有吸引力了，分布式屋顶发电更好。有些地方政府在国家补贴 0.42 元 / 度的基础上还追加补贴，导致投资回收期可能低至 5 年，内部收益率高达 16% 以上。

天然气是个好行业，几乎整条链上的公司效益都不错，包括上游的非常规气、LNG 等，特别是中下游的管输和批零、特种运输车辆。因为天然气发电成本太高，效益不理想，所以二联产三联产的分布式电厂可能会有机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海工装备我也非常看好，有句话叫世界油气看海洋，中国油气看南海，想想近年南海争端为什么日益激烈就明白了。目前全球海工已经进入景气周期，自升式钻井平台集中进入更新换代期，半潜式钻井平台发展迅猛。中国海工不但要满足本国急剧增长的海洋开采新增需求，而且还要满足装备进出口的替代需求。

《红周刊》：您最看好哪一个细分子行业？

岁寒：核电，它最大的特点是成本较低。发电企业成本的主要来源有两个：一是造价，比如建电站，核电的造价1瓦在15元左右，而煤电可能5元就够了，造价的高低直接影响单位发电的成本，因为折旧费占比较高。但影响折旧的因素除了造价外，每年的发电小时也很关键，在这方面，核电相比其他发电方式更有优势，每年核电发电高达近8 000小时，远高于其他发电方式。

对于发电企业来说，折旧和相关的贷款利息是最大的成本，然后看是否为可再生能源。水和太阳是免费的，煤电七成成本是煤炭，而核电的材料成本不到一毛钱。并且核电无空气污染，可以建在大城市旁边而不需要多少电网传输成本，因此政府和电网很愿意使用这种低成本、高回报的发电模式。李克强总理在2014年政府工作报告中明确提出，要鼓励风电和太阳能电，同时要重新开始核电建设。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014年3月29日第22期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章

@renjunjie19

巴菲特适合中国吗



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与巴菲特“结缘”的投资人很多很多……

任俊杰先生可谓是证券市场的元老。他先后在中国人民银行总行金融研究所、人行深圳分行、证券公司、基金公司等单位任职，20世纪90年代初曾参与B股市场的创建工作。任俊杰1996年第一次接触巴菲特投资理念，“最初因《胜券在握》这本书结缘巴菲特，而至今每一年的《巴菲特致股东的信》都会反复研读，自己研习实践十几年，仍然在不断思考：巴菲特的东西都是正确无误的吗？它是否适合我国股市？是否适合我们每一个人？”任俊杰仍然对真知怀着敬畏之心。

对话任俊杰

价值投资简单却不容易

《红周刊》：针对我国最近几年的市场行情，很多人发出质疑，您认为巴菲特到底适不适合中国国情？

任俊杰：我看过不少美国学术界对价值投资和巴菲特的评价，其中一个具有代表性的观点是：巴菲特现象其实只是统计学中的一个特有现象，即找1 000个人去掷硬币，最终总会有10个人能连续掷出正面。后来我就想，我不能只看巴菲特的信，还需要去思考这样的质疑。我看书很杂，有效市场、证券组合理论、资本资产定价模型、行为金融学等都有涉猎。看一圈下来，我的结论是：第一，老巴的东西还是对的；第二，老巴是可学的。得出这两个结论花费了很长时间，因为只有抓住老巴的精髓才能得出结论，才能去判断这个精髓在中国资本市场有无实现的可能性。

《红周刊》：那您觉得老巴最精髓的东西是什么？

任俊杰：巴菲特的投资框架就像一座“七层塔”，我把它分为七个组成部分（我和朱晓芸写的那本书《奥马哈之雾》提到：塔层①将股票视为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生意的一部分；②正确对待股票价格波动；③安全边际；④对“超级明星”的集中投资；⑤选择性逆向操作；⑥有所不为；⑦较低摩擦成本下的复利追求），排在最下面属于基石的部分是“买股票就是买生意”。如果试图把老巴和其他投资者区分开来，这条标准就是最有效的。这个思想来源于他的老师格雷厄姆。

人们常说巴菲特是 85% 格雷厄姆 +15% 费雪，我认为老巴之所以说自己是 85% 的格雷厄姆，一个基本原因就是因为这一思想。一次老巴接受采访时曾这样说过，“世界上对我影响最大的三个人是我的父亲、格雷厄姆和芒格。”谈到格雷厄姆时，他是这样说的：“他教我跳出这个市场，冷静地在远处观察，不要被市场的波动所引诱。”我觉得，这是对格雷厄姆“将股票视为生意一部分”思想的基本解读。

我经过十多年的投资实践后，觉得这一思想同样适用于中国股市。

《红周刊》：现在很多人仍然认为，格雷厄姆对老巴的影响就是“便宜、捡烟蒂”。同时，不同的人对“以合理的价格去买优秀的企业”解读有不同版本，怎么理解这个“合理的价格”？

任俊杰：格雷厄姆说“投资的精髓在于安全边际”，之所以这样说，是因为他经历了 1929 年的美国大萧条，经历了企业巨大的跌宕起伏和业绩波动，所以“够便宜才够安全”成为他骨子里的思想。另外，当时美国市场已经有一些基于企业未来买股票的思潮，对此老格则表示出很大的疑虑。他认为这样容易把自己陷于一个很危险的境地，因为你不可能看得很准，如果再加上买入的价格很高，投资者就会很危险。

但是到了后来，当巴菲特再谈安全边际的时候，我觉得他和芒格已经将这一思想再次予以丰富了，这个改变来自于费雪、芒格以及巴菲特自己的投资实践。现在很多人认为 PE 不高就是便宜，但老巴会先判断“E”，即基于对企业商业特质的了解，得出一个大致的 E 来，然后再看价格，这时才能确定是否具有安全边际。这一做法与格雷厄姆原来的思想是不太一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的。

巴菲特认为经过时代的发展等因素，可以先判断一个人是不是一个“胖子”，当他不是“胖子”的时候，100元可能也是太贵，当他是个“胖子”的时候，200元也可能是便宜的。老巴和芒格曾经在深圳与投资者进行了对话，当时有个细节，就是在谈到“安全边际”的时候，芒格插话：“现在我们对这个事情的理解和做法，已经和以前不太一样了。”所以什么叫合理价格，我个人的理解是，首先要看到“E”，而不仅仅是“P”是多少。

《红周刊》：您对估值是如何理解的？

任俊杰： 这其实涉及估值理论与实践。从理论上说，老巴在不同场合提过很多次，对折现1元的东西要尽量用4毛去买。这是一种估值方法，但是我觉得在实际操作中，巴菲特有可能不是简单地复制这种做法，应当还有更简单的方法。

《红周刊》：您的书中也提到巴菲特在进行企业价值评估时，可能通常用更为简单的方法，而非现金流折现。2014年巴菲特致股东的信中提到“农场”和“纽约房地产”这两个非股票投资也是如此简单，这个简单的方法是什么？

任俊杰： 现金流折现作为公司内在价值评估的基本思想是不会改变的，但有时在确定一家公司是否值得买时，计算一下它的“年复合回报率”可能是其中一种简单模式。例如一家公司过去七八年甚至更长时间每股收益增长率为15%，分析之后认为未来10年有很大概率还会以15%的速度增长。如果现在PE15倍，进一步分析10年以后PE是多少，如果10年后15倍PE的概率很大，那么会得出一个大致的结论，即理论上，当10年之后卖出或者做市值计算时，持有这个公司的年复合收益率大约就是15%（未含股息）。

在这个评估过程中，投资者只需要确定两点：第一，公司每股收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期增长率（5 ~ 10 年）；第二，买入 PE 和评估期结束时的市场 PE，一个简单的评估过程就这样完成了。

当然，不管是复杂（需要先估内在价值，再看投资价值）还是简单计算，这里面关键的一条，就是你要尽量懂企业，没有这个前提，其他就不存在了。现在很多人把精力花费在贴现公式上，却忽视了怎么把一个企业搞懂，这才是最重要的。

《红周刊》：我发现在您具备了十几年的投资经验，也看过各种各样的投资理论之后，反而把很多东西归于简单化了

任俊杰：很多人说价值投资很简单是在误导大众，其实当老巴说价值投资很简单时，我理解他是指投资的概念很简单，即买股票就是买企业。而这个所谓简单概念是相对于市场上林林总总的复杂投资理论而言的，但是买企业简单吗？一点都不简单！

我的选股框架

《红周刊》：刚才一直讲老格和老巴，您个人投资这么多年，有何感悟？

任俊杰：如果 2003 年算是我的个人投资开始步入正轨，那么至今的回报我还是满意的。2003~2005 年买入至今还在持有的上市公司有贵州茅台、双汇发展、华侨城、张裕 B。不过需要说明的是，上述有的股票我是一路逐步建仓的，因此成本不能以 10 年前的价格作为计算基础。而有的股票则是一路逐步减仓的，现在已所剩不多。在我看来，股票投资就是做好两件事：①选准；②拿住。而选准相比拿住而言，个人觉得会更难一些。

《红周刊》：茅台您也一直拿着，据了解您在 120 元又加仓了，这个决定是如何权衡的？

任俊杰：只是觉得这个价位不仅风险不大，而且还会带来满意的回报。120 元相当于动态 PE 不到 10 倍，意味着当年投资的即时回报就大于 10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后大概评估一下未来增长，如果未来增长约15%，10年以后市场PE还不到10倍，那年复合收益率就是15%。现在下跌是外部原因主导，如果几年后外部不利因素消失，PE很可能提升至15倍甚至更高，国际上优秀酒企业的估值都在15倍左右或以上。

另外，茅台与国际顶级烈酒最大的区别是它难以替代，甚至把红酒加进来也还是如此。一个资深酒鬼一般不会说他只喝某个牌子的威士忌、白兰地或红酒，但他却可能会对茅台情有独钟。老巴讲过特许企业的三条标志：第一，被需要；第二，难以替代；第三，有定价权。如果认识到这一点，茅台的合理估值就不会长期低于15倍PE。有人担心今后喝茅台的人会越来越少，但我觉得情况远没有这么悲观。

《红周刊》：类似茅台这样的企业您持有了10年左右，中间做波段吗？

任俊杰：我不做波段。尽管老巴也讲过卖股票的几种情况：第一，企业基本面发生了改变；第二，价格出现了过分高估；第三，发现了更好的企业。

操作上不做波段，是因为我认为很难，特别是当持有标的不变时，只是基于价格高估而卖出，等待价格低估再买入这种情况。费雪曾经专门讨论过这个问题："我从来没见过高价卖了低价再接回来的成功案例。"此外，对于我个人而言，即便可以成功进行高抛低吸，也一定会很辛苦。投资也是一种生活方式的选择，干吗把自己搞得那么累呢？

有人说巴菲特之所以会长期持股是因为他不断有新钱进来，没必要玩"沟槽里的猪"的游戏。也有人认为是他后来资金规模大了，不方便进出。但我还是认为轻易换掉一个长期持有的好公司，然后再去找一个更便宜的公司是有风险的。老巴也说过："既然发现了一个好的，为何还要去尝试其他的呢？"

当然，不做波段和适时卖出是两回事。我前面说了，我也会卖出，卖出的理由通常只有一个，企业的基本故事发生了改变。不过，这一点并不容易掌控。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：我们刚才聊的是“拿住”，至于“选准”有没有一个标准化的分析框架呢？

任俊杰：抛开价格问题，老巴选股有两个层面，第一个层面是商业模式，即寻找被需要、难以替代、具有定价权的特许企业；第二个层面是“护城河”。他认为第一个层面虽然看起来很美丽，但是第二个层面才最关键，因为只有具备“护城河”才能长久地实现美丽。我的框架和以上两点有融合。我自己有几把尺子用于企业衡量，第一是看外部结构，波特五力讲的就是这个概念。第二是看内部结构，它可进一步分解为两个部分：企业异质资源和核心能力。第三是看财务，主要看企业在股东价值管理上的表现。第四是看企业有无蓝海机会。第五和第六与老巴有关：看企业是否简单易懂以及买入价格是否有安全边际。

比如茅台镇里的那块15平方公里的土地就是茅台公司的宝贵资源，至少现在人们还没有发现其他地方可以做茅台酒。另外还有兑酒师以及足量的老酒储存等，这些都属于公司的异质资源。再比如我2008年买天士力，发现公司从中药研发、药材种植，再到后面的提取、制作、销售等，已逐步建立起了一个现代化和国际化的中药产研销平台，别人很难超越，再加上逐步强化的品牌效应，就构成了公司的核心能力。

经验教训与思考

《红周刊》：您在投资过程中有什么经验和教训？

任俊杰：期间有很多教训，比如张裕B，最高近70多港元，现在只有十几元，虽然我在30多元出售了大部分，但问题还是出在“选准”上。它要求你不仅一开始要选准，持有期内仍然会持续面对同样的问题。

张裕深度回调应当有三个原因：第一是经济下行，葡萄酒本来就不是生活必需品；第二是进口酒冲击，当大批量的进口酒进来后，很多人（特别是年轻人）会更加崇尚国外葡萄酒。当然，张裕的性价比如果不高，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是怨不得别人的；第三是反“三公”消费。张裕的产品区域大多在中高档，当然，张裕在此次经济下行和反“三公”中受到的影响如此之大，包括进口酒的冲击力度，均超乎了我原来的想象。

《红周刊》：老巴在各种场合对喜诗糖果津津乐道，但您却觉得对于一般的投资者而言，该公司未必是一个最好的投资标的，为什么？

任俊杰：老巴将自己的投资结果分为三类储蓄账户：最佳账户、良好账户、最差账户。最佳账户列举的是喜诗糖果，但这里有个前提，就是巴菲特自身有强大的投资能力，他希望喜诗能把赚的利润尽量分给自己，然后他再去创造比原投资项目更高的利润。

但普通投资者做不到这一点。你投资喜诗，喜诗每年分给你很多现金，你用它干什么呢？这后面可能就会有风险。因此，那种能不断把资金投入到高回报事业中的公司，也许对你才是一个更佳选择。要知道驱动公司价值的轮子其实有两个，一是资本回报，二是资本增长，所以，投资标的好不好应同时看这两个方面。

《红周刊》：芒格说“告诉我会死在哪里，我就从不去那个地方”，您不去哪些地方？

任俊杰：这个理念里有一些质朴的思想，老巴后来也接受了这样的思想，所以他会经常告诫自己少犯些错，特别是不做或少做愚蠢的事情。他不断重复格雷厄姆关于“投资第一条是不要亏损，第二条是记住第一条”这一准则，这和芒格的思想是相通的。对于我个人而言，简单来说就两条：①寻找尽量能通过我自己标尺的企业；②拿住它，没有特别好的理由时不要抛出。

最新的价值选择

《红周刊》：您现在看好哪个领域？

任俊杰：我主要还是看企业怎样。我现在的持股分布主要有酒、药、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肉、玩、妆、钱，钱是指银行。银行目前四五倍的 PE 反映的是市场悲观预期，担心不是没有道理，只是有点过了，也就是说实际情况可能没有大家想象的那么差。

《红周刊》：您对银行的看好是过度反应向正常回归的过程？还是银行具备好行业的标准？

任俊杰：通过学习我认识到，老巴在谈到估值的时候，不是说买股票就一定比买债券好。当通过计算，发现债券比股票好时，那就应该买债券。他所谓的好与不好，重点是内在价值与市值的差距，如果差距够大，可能债券也是一次好的投资。

说到银行，看其未来每股收益的增速，可能不如茅台等很多行业，但其内在价值和目前的价格相比，银行可能会更有估值优势（当茅台 PE10 倍左右时，也具有一定的估值优势）。当然，看不准或不认同的，就不要碰了。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 4 月 5 日第 24 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

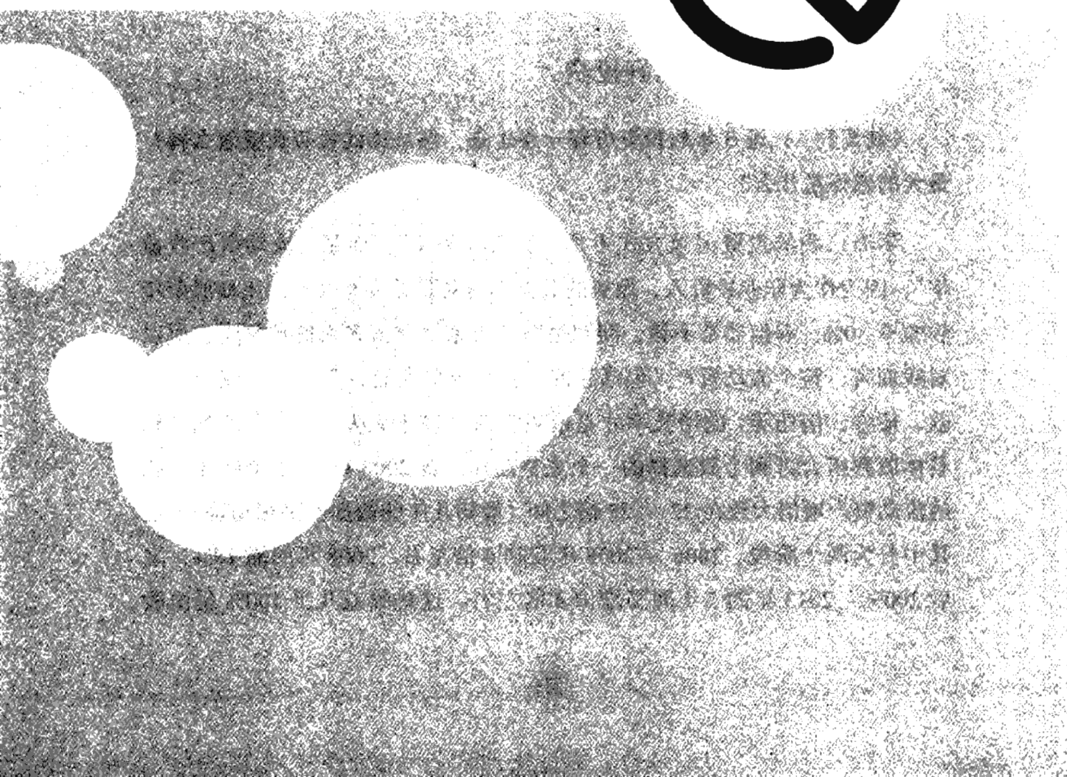
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章

@水晶苍蝇拍

一个散户的自我修养





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"投资不是比哪一个方面犀利到极致，而是看谁的弱点更少、理解更系统，这才是投资人自我修养的重点。"李杰（雪球 ID：水晶苍蝇拍；《股市进阶之道》一书作者）将"理性、辩证、中庸、守拙"作为自己的座右铭，"我对投资最关键的认识只有两点，第一是理性，第二是要有全局观。所以我更强调首先必须是一个理性的人，其次是对投资中的各个要素有均衡的理解。"

作为一个在学历和专业资历上毫无优势的普通人，李杰从一个服务员到 IT 职业经理人，再到通过股市实现财富自由，他是怎样完成一步步的转型的？又是靠什么实现了一名散户到知名职业投资人的快速进阶？这一过程中的经验教训和感悟总结，也许正是突破广大股民们"七亏两平一赚"魔咒的一把钥匙。

对话李杰

好生意、好企业、好投资

《红周刊》：近 8 年的投资历程一路走来，您总体的投资业绩怎么样？最大的感悟是什么？

李杰：我的投资记录方式不是"股票收益率"，而是"流动资产收益率"，因为作为职业投资人，漂亮的数据本身对我并无意义——比如股票年收益率 80%，看似非常不错，问题是股票占家庭财富多大的比例呢？所以对我而言，整个流动资产（包括除固定资产外的所有证券资产、现金、存款、债券、信托等）的增长率才是最关键的，它涉及从大类资产的配置到具体股票组合再到个股选择的一个完整动作。自 2006 年起到 2013 年，我的流动资产增值大致在 22 ~ 25 倍之间（最初几年的数据不是很精确）。这其中分为两个阶段，2006 ~ 2008 年获利 6 倍左右，2008 年回撤 18%，之后 2009 ~ 2013 年的 5 年间又增值 4 倍左右，这些收益几乎 100% 是由股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票投资获得的。

回头审视，获得这个结果非常幸运，特别是在第一阶段完全凭着美股和 A 股的大牛市而获得较高收益，可以说完全是运气使然。而第二阶段是我个人逐渐从懵懂到开悟，再到逐渐对投资的认识体系化的过程，其中 2009 年、2010 年属于试探和摸索阶段，但市场整体环境决定了收益较好，2011 年和 2012 年市场环境非常差，我的收益也很平淡。但那时我清晰地意识到了重大机会即将来临，所以坚持耐心地等待并在 2012 年下半年终于迎来战略性的机会，因此 2013 年的收益率较高。

其实我并不很看重年度的收益统计，因为其截至区间的市场定价有一定偶然性。一个标的相差 3 个月，其价格可能就差 30%，而从一个连续的观点来看这种偶然性就可以将其平滑。所以我并不苛求每年年末那一刻的数值，更不在乎月度的收益，而更看重资产在一定区间内经过平滑后的一个结果，也看重获得这一结果的市场背景和承担的风险系数。

我最大的体会是一定要相信复利的威力，在没有重大操作意义的环境里以耐心等待不出现重大失误为目标，而一旦重大机会出现也要富有行动力——根据历史经验来看，每 3 年左右大多会出现一次很好的机会。当然这一切的前提是不断增强自己的投资素养和判断力。历史的收益是一个客观结果，已经无法改变，重要的是从中学习到东西，那才是未来良好收益的种子。我觉得很幸运的是，在此时此刻，我在物质和知识乃至精神上的准备都要比以前更加充分。

《红周刊》：证券市场上有失败的专业者，也有很多成功的业余选手，您觉得您的思维逻辑和一般的投资者相比最大的不同是什么？

李杰：如果我们把投资作为金融证券这个专业的“专利”，那么一个没有“专业”背景的人也能做好确实是挺奇怪的。但事实上证券投资并非任何金融专业所能教授的标准化课程，除了一些必要的专业知识外（这些必要的硬知识的掌握并不困难），投资更难的其实在于对待不确定性的思维方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式、对决策所涉及的复杂要素的平衡能力、保持理性和抵抗激烈情绪反应的品质，乃至于对社会发展大势和根本规律的认识和思考。这样来看，我们就不会奇怪于为何那么多的“专业人士”竟然屡犯低级错误，而很多“毫无背景”的人却能成功了。

坦率讲，我是一个相对较为理性的人，也是一个比较重视逻辑和证据的人，这种特质可能确实对投资有一定的帮助。我个人觉得自己做得较好的一点是：既清楚地知道自己算是个聪明人，但同时又有自知之明。这一点其实非常重要，聪明人最麻烦的地方就是喜欢耍小聪明，喜欢走捷径，喜欢挑战高难度，这一切都会导致对自己的高估。而一旦你无法正确地评价自己时，你更不可能正确地评价企业和市场，那投资还怎么可能成功呢?

《红周刊》：您曾经说过，如果用一句话描述对投资的理解，即是“好生意、好企业、好投资”，这里“三好”的基本含义是指什么?

李杰：对初涉企业投资分析的朋友而言，千万不要陷入到企业零散信息的汪洋大海中去，而是集中火力去想清楚三个问题：第一，到底什么才是一门好生意?第二，好生意是不是就是好企业?第三，好生意、好企业为何也可能变成糟糕的投资?

好生意就是最符合“DCF三要素”的生意特性，是从价值创造的根本特征上把握高价值的源泉。

好企业则是指能将“对的事做对”的主体，寻找那种可以给予较高置信区间、能够将良好的商业预期成功转变为巩固的差异化竞争优势和现金流的有战斗力的组织。

好投资，即是指对于对象、时机、力度三个要素的协调把握，也是投资的财务目标与投资过程中理想的生活方式之间的平衡——说得通俗一些，一笔好的投资就是指以合适的价格、合适的仓位买入合适的企业（具体请参考《股市进阶之道》中的第11章），同时也包括这种投资模式能让你健康、愉悦，并且可持续地站着把钱赚了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，好生意就是寻找到商业世界中的富矿，好企业就是找一个最靠谱的矿工，好投资就是拟定一个最有利的合作协议。这个思路清晰简单又系统，可以避免很多“非此即彼”的偏激。

《红周刊》：看完您的书，我个人的一点体会是，与一般的价值投资者相比，您更重视“成长性”，从一开始接触投资到这样的理解经历了哪些心路历程？

李杰：成长性的重要程度是显而易见的。如果我们说投资主要是赚企业经营的钱而不是市场波动的钱，很多人都会同意。那么，企业经营的钱是什么？不正是业绩的增长吗？换一个视角讲，股市存在或者股票定价的本质是什么？其实也就是对企业未来业绩的预期进行定价和交易。那些动辄十数倍甚至几十倍的估值，如果其中不是包含着对其未来业绩的成长预期，那又是什么呢？

其实，如何去理解成长性才是一个更重要的问题——成长性是由什么决定的？它取决于其商业价值和生意的特征；取决于未来中长期的供需格局；取决于企业能否构建起差异化的竞争优势；取决于它是否能够充分调动起各项经营要素，并且持续提升其资本收益率的水平；当然它也取决于企业家精神、战略规划和执行力。投资人与会计或者审计的区别就在于，后者只关注其当前的资产状况和财务数据，而前者却是从现在可知的信息去推测这个企业的未来。

这当然是不容易的，但作为补偿，投资优秀成长型企业的最大好处就是，你只要找到一两个这样的公司，那么在之后很长的时间里就什么也不用做了。这显然更符合我想要的生活方式。

此外，如何在成长的可能性与市场定价的偏离之间取得一个有利于自己的赔率，是一个成熟的投资人考虑更多的问题。所以我既“重视成长性”，也愿意“价值在哪里，我就去哪里”。所以不要将成长与价值对立起来，无非是在哪一个阶段哪一种投资机会更加突出、更加容易识别、更加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有吸引力的问题。不必争论成长与价值哪个更"正宗"，更不要给自己贴标签、画地为牢，赚自己看得懂的钱才最重要。

《红周刊》：您认为投资人的自我修养中最重要的因素是什么？如何成为一个成功的投资人？

李杰：投资的自我修养中，我个人认为"从一开始就建立全局性的视野"是非常关键的。投资中有三个最根本的挑战，第一要认识自己，第二要看清企业，第三要弄懂市场。其对应的三个重要能力，即：自知之明和自控能力、敏锐的商业判断力、对市场定价机制的认识。

以这三个能力为参照我们可以划分出4个等级的投资能力，如表20-1所示（详见《股市进阶之道》第1章）。

表 20-1

能力具备程度	在股市中的结果和地位
三大能力皆备	必为一代投资大家。这种人属于可以穿越时间周期、创造业绩传说的投资伟人
在某一项上很突出，其他两项没有太大硬伤	长期来看也能获得优秀的投资回报，实现财务自由不是梦。没有大的硬伤决定了这种人不容易受到致命打击，而复利的原理决定了只要能在市场中活得长，即使复合收益率并不很高，也足以创造巨大的财富
在某一项上很突出，但其他两项存在重大硬伤	这种人的业绩容易大起大落，运气在其中占的比重很大。碰到能力适合的好运气阶段往往突飞猛进，但碰到硬伤周期也易遭遇到致命打击。阶段性优胜者多，时间越长存活的越少
三项能力都很弱	属于股市中永远的炮灰和大多数，即便是短期的运气也挽救不了长期必然的结局。见好就收往往是这种人最好的谢幕，可惜人性的弱点决定了绝大多数最终一定是不见棺材不掉泪

我觉得我们应该时常以此对照一下自己到底属于哪个层次，自己的短板到底又在哪里，以及如何去弥补它。我们都希望自己财富的增长曲线很漂亮，但投资业绩是一个结果，而导致这一结果的源头在哪里呢？那就是我们自己。如果你不能让自己的学习曲线成为一个典型的大牛股形态，你如何让自己的资本实现漂亮的增长呢？

此外，在投资的学习中，我强烈地感受到硬知识的掌握是相对容易的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但能否灵活运用却与一个人长久以来形成的习惯息息相关。在投资中，一定要培养起逆向思维、辩证思维和概率思维的习惯，并且最好养成写作的习惯，一个无法用文字清晰论述问题的人往往也无法清晰地思考问题。

总之，投资不应该是一场搏杀，它是具有内在的韵律和美感的。它与社会发展、历史进程、商业规律、个体奋斗和个人修养都有紧密复杂和微妙的关系，认识和把握这种关系，不但可以在股市中赚钱，而且还可以体会到投资的美好，而不是像一般股民一样天天徘徊在紧张、刺激、悔恨、忐忑之中。我在投资中的座右铭是"理性、辩证、中庸、守拙"，这几个字要能都做到看起来就没什么人味儿了，但至少在资本市场中你得努力去做到——因为这里本来就不是普通人和"正常人"能获利的地方。

借势、明道、优术

《红周刊》：合上书，我自己印象最深刻的概念之一是"不将DCF作为计算公式，而理解为一种思维方式"，您将透视企业内在价值特征的思维体系称之为DCF三要素：经营存续期、现金创造力、经营周期定位。这里需要注意的关键点以及难点在于什么？

李杰：DCF三要素主要是用来解决"好生意"问题的，当然还需要与"高价值企业"特征中的前几条结合起来用。除此以外，DCF三要素也明显与股票定价的溢价、折价有深刻的联系。它的困难之处就是企业的经营状况是一个动态发展的连续剧，如果只拿出一个静止的横断面来套公式，得出的结论很容易南辕北辙。但无论具体情况如何变，一个要诀就是不要无限拔高某一点，而是要三个维度综合去判断。一个好生意，必然呈现出在某一点上非常优异，而其他两点也至少是较为出色。比如互联网生意的现金流特征可能不同于传统企业，在经营周期上往往潜力很大，但其在经营的存续期上却相对传统企业脆弱得多，这种特性就注定非常考验投资人的前瞻性，并且不适合很长期地持有。

另外，我们要接受一个现实：真正的好生意确实是非常少的，这也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说“一辈子能打好20个孔就够了”的原因所在。

《红周刊》：“高价值企业”是您投资体系中的一个关键词，什么样的企业算得上“高价值”？

李杰：高价值企业是我对某一类投资对象的一个概括，它包括了巨大的商业价值、优秀的生意特性、处于价值扩张期、高重置成本及定价权、优秀可信赖的管理层等五个要素。

这五个高价值的衡量因素具有内在逻辑上的联系：商业价值是一个企业得以存在和发展的基本前提和基础。如果说企业的经营和发展需要脚踏实地的话，那么商业价值就是衡量它所站立的土地的广阔和坚实标准。

生意特性主要突出的是这个企业的生意能在多大程度上符合DCF三要素。是否具有较好的资本收益水平，以及是否存在业务上过于脆弱或者难以持续成功的硬伤。

如果说第一点突出的是这个生意的总量，第二点突出的是其盈利的质量，那么价值扩张阶段就是强调它实现这个量的效率了。

重置成本和定价权代表了这种增长和扩张具有多高的确定性，企业是否有办法避免竞争对手的模仿和破坏，从而为其商业价值建立起强大的“护城河”。

管理层因素强调企业有无将优势转化为最终胜势的素质，以及对于这笔投资可以予以多大的置信空间。

上述原则中如果说第一条和第二条属于这个生意从娘胎里带出来的先天因素，那么第三条至五条则更像是在不断实践和竞争中锻造得来的后天因素。

《红周刊》：而价值毁灭的方式又有哪些呢？

李杰：与高价值企业相对，一个企业毁灭价值的行为也大体包括：行业进入中长期的衰退期、极为恶劣的生意特性、处于经营的见顶回落或者向下周期、缺乏足够的“护城河”、管理层素质低下甚至欺诈成性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，价值创造与业绩增长并不能画等号，一些企业由于巩固竞争优势而体现出阶段性费用率较高，这时其业绩虽然受到负面影响却反而是有利于长期价值创造的。相反，如果企业当前的业绩高增长只是行业景气的自然产物，或者是以降低核心能力的费用收缩为代价的，那么这种漂亮的业绩反而是价值损毁的表现。

《红周刊》：很多人认为“1 块钱的东西 4 毛去买”是安全的，而您认为“前瞻性和洞察力是安全边际最重要的因素，没有之一”，对此您的看法是什么？在您的投资体系中，对于风险又是如何应对的？

李杰：“用 4 毛钱买 1 块钱的东西”当然是对的，但问题是这个东西是否“值 1 块钱”往往并不确定；其次市场错得离谱的极端态并不是一个常态，你不可能期望总是得到“4 毛买 1 块”的机会。所以用 8 毛甚至 1 块钱买入现在是 1 块，但随着时间增长它将增值到 2 块、4 块，甚至 10 块的东西，也许是一个更聪明的选择。而这当然需要足够的商业洞察力，特别是对于长期持有型投资模式（注意这个前提）而言，洞察力和前瞻性一定是最重要的能力，因为在时间拉长后错误已经足够毁灭任何初始的差价。何况，前瞻性本身就更容易让投资人在市场热捧一只股票之前发现它的价值，从而真正做到不但买好的，而且买得好。如果仔细回查一下，你会发现几乎所有的大牛股都曾经有至少数月无人理睬、价格低廉的时候，绝不像有人抱怨的所谓好公司从来没便宜过，只不过要想抓住这种机会，就需要在市场热捧它之前穿越迷雾，那正是前瞻性和商业洞察力的宝贵价值所在。

在谈安全边际之前，不妨先想想对投资而言最不安全、最大的危险是什么。诚然每个人都会犯错，但犯错的类别和程度是有区别的。大体分为几类：要么是对象判断失误（对企业经营的误判），要么是时机判断失误（对估值的把握），或者兼而有之。

错误的时机可以被正确的对象用时间来抚平（但会拉低复合收益率），如果这之后这家企业还可以维持相当长的价值创造周期，并且也具有很高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成长弹性，那么最终看来这是否算错误也值得商榷；“错误的对象＋错误的时机”会导致一个严重的错误，但如果仓位控制得力也不会致命（但已经可能导致永久性的资本损失）。最致命的就是用大仓位在错误的时机买入错误的对象，那将是一个投资人真正的噩梦（被迫从此退出资本市场）。

所以由此来反向推导，真正的投资安全起码需要三个保障：首先是以投资组合对冲风险，其次是尽量选择正确的对象（即优质的可持续创造价值的企业），最后才是合理的价格。但是考虑到企业判断的复杂性和经营必然的不确定性，价格依然是一个相当重要的因素。不过那涉及对估值的认识，对溢价、折价、泡沫的区分，所以仅仅是“好价格”本身其实也不是一个很简单的问题。

《红周刊》：估值是最体现投资“艺术性”的一个方面，但也正因如此，这成为投资者面临的一个很大挑战，如何有效地评估估值呢？

李杰：我的感受是估值具有两面性。一方面，无论任何时候，一个企业的估值都不能脱离基本常识和以现金流折现为根本原理，以 ROE(净资产收益率)特征为根基的“地心引力”。当市场上出现所谓的创新估值方法时，往往已经到达泡沫的极点区域，所以首先估值不要轻易相信“这次不一样，这个不一样”。

但另一方面，估值也并没有什么“黄金算式”和“万能指标”，任何估值指标都具有视角上的局限性，要善于运用多维的视角来审视企业的真实估值。比如书中“扩展估值的思维边界”一章就提出了利用组合指标估值法、历史区间法、风险机会配比法、重要案例法和终值评估法等多种视角。估值的艺术性其实就集中体现在：不同情况下需要决定选取什么指标组合，以及如何合理分配每个指标在决策中的权重。

但无论如何变化，估值必然是需要以对一个企业基本面的透彻理解为前提，也最好是对市场定价产生差异化的本质原因有所思考，理解市场中溢价、折价和泡沫的区别所在。总之，估值确实是对投资者能力最综合性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一个挑战，但真正好的投资机会却从来不需要复杂估值的论证，而一定是：越是多个角度的衡量就越是显示出显而易见低估的状况。

《红周刊》：不同的投资者都有属于自己的投资体系，您认为一个好的投资体系应该解决哪些问题?

李杰："投资体系"这个词出现的频率非常高，但可能每个人的理解并不一样。在我看来，投资体系要解决三个问题：首先是顶层的大类资产配置和投资方向的决策；其次是核心原则和行动纲领的建立；最后是将战略和理念落地的一系列具体能力和方法论。前一阵看到一个商业案例的采访中谈到"借势、明道、优术"，我认为这对我的投资体系是一个很形象的呼应。

先说说"借势"，"势"是什么？其实就是方向或者趋势。在投资中，我们都会面临"势"的问题，比如我们都知道在熊市最冷清的时候进入市场，就长期规律而言，要比在牛市追涨而入时更容易取得好的成绩，而投资一个处于价值扩张期的公司，也远比其进入价值回归期更容易获得良好回报。"借势"得当可以事半功倍，相反则可能事倍功半甚至南辕北辙。但"借势"本身需要非常好的商业洞察力和对市场风险机会的敏感性，所以它处于投资体系的最上层。

投资体系的中间层是"明道"，"道"其实就是原则和纲领。从企业经营的角度看待投资、谨守自己的能力圈、牢记安全边际的意义、理解复利的威力和困难、认识市场先生的脾气、了解概率和赔率对投资的影响，这些都是投资最核心的"道"。没有理论指导的投资既不可能"明白什么是对的事"，更不可能"坚持只做对的事"。要真正"明道"需要良好的悟性和品性，它是投资体系的中坚。

投资体系的最基础层是"优术"，"术"就是基本功和方法论。说得再好听的"道"如果没有扎实的基本功，也只能是一个漂亮但触不到的气球。对于基础财务知识的学习、企业价值分析方法论的建立、特定行业专业知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识的深入，以及不同情况下的交易策略（即对象、时机、力度的协调）其实都是这个基本功的范畴。“术”的优化进阶需要勤奋和不断的总结，它决定了整个投资体系是否建立在一个坚实的基础上。

在这三者之中，对趋势的洞察力提供了大类资产配比和平衡的战略，以及中长期研究侧重的方向；扎实的基本功为这种洞察力提供了落地的能力和深入研究动态观测的手段，并且形成了可执行的具体交易策略；而投资的核心原则为应对永恒的不确定性提供了最有效的思维方式，以保护投资人始终远离致命的风险。

那么投资体系到底是什么呢？就是将一大堆有用的、有道理的原理和知识点，按照其在投资中不同的作用（及局限）而安放在合理的地方，使得它们互相之间能够相互融洽、互为补充并且形成共振。当你有了一个成熟的投资体系以后，你既可以清晰地运用相关的知识点，也可以知道自己的薄弱之处在哪里，由此或者不断加强自己的短板，或者扬长避短。

更高效、更愉快、更健康

《红周刊》：上面您提到个人资产增值的两个阶段，其中 2009 ~ 2013 年 5 年间增值 4 倍，您是如何做到的？特别是 2012 年下半年的战略性机会是如何判断和操作的？

李杰： 5 年翻 4 倍乍看挺惊人，实际上年复合收益率也不过是 30% 出头，所以我说一定要相信复利就是这个道理。做到这个的前提是在这 5 年里首先没有大的损失，在个股上曾经出现了置信电气、大秦铁路和用友软件 3 次主要的亏损（如果拿到现在其中 2 个都会盈利 50% 以上，另一个基本持平，这再次证明时机的错误可以被正确的对象用时间抚平），但对流动资金的折损都不到 10%。在守成的基础上，这几年收益翻番的个股就有泸州老窖、大族激光、格力电器、天士力、金螳螂、双汇发展、电科院和广联达，所以这一成绩很正常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年年末沪深300在2009年见顶后调整了2年半（跌幅44%），中小板和创业板也已经调整了2年（跌幅超50%），可以说系统性风险无论从时间还是空间来看都已经大幅释放。从个股来看，大盘蓝筹的估值自不用说，即便是创业板和中小板中，很多绝对市值还很小但未来空间广阔的企业的市盈率也只有30多倍甚至20多倍，所以2012年年底我在微博中感叹"在现在的一片恐慌中，其实才是投资人需要严肃考虑十倍股机会的时候"。

此外，2013年绝非只是创业板的盛宴，2012年年底我建立的一个10只股票的模拟盘中没有1只创业板股票，其全年的收益率虽然低于实盘但也达到近60%，所以那绝对是一个战略性的机会，那时我真的体会到了"主意比钱多"的感觉。

《红周刊》：不同的社会发展阶段和经济水平下，商业价值也在不断变化，您认为未来10年最具商业价值的行业是什么？

李杰：不止一位投资大师曾经告诫过我们"投资要具有历史感"，为什么呢？因为人类社会的发展确实是有一定规律的，特别是在全球化发展高潮出现的近代历史中，如果说文化更倾向于一种独特的传承和差异性，那么文明则更体现出一种交融、相互模仿和逐渐靠拢的共性。

不同社会发展阶段的经济焦点是完全不同的，在供不应求的初级经济阶段，那些能提供初级消费品、关键基础设施并且善于规模化的企业是胜出者，这种环境里创新是很不经济的行为。然而随着经济发展到供过于求和物质极大丰富的阶段，那些能够帮助生产者提高效率、为消费者提供更高附加值以及更加愉悦和健康生活的企业将脱颖而出。如果说奥运会的规律是更高、更快、更强，那么社会文明发展的规律就是更高效、更愉快、更健康。而恰好这类企业又往往拥有轻资产特征，以无形资产为主要生产力，所以其显示出更加优越的商业特征就不足为奇了。

我总是说"地球人其实都一样"，到了什么经济水平就会出现什么样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费倾向性。所以参考国外在相似的经济阶段出现了什么产业动向是很重要的。显然医疗健康、信息技术，以及节能环保等行业，未来 10 年将在中国的经济格局中占据更重要的位置。虽然中国的经济总量增幅可能会下降，但面对如此庞大的经济体，只要其经济结构上发生微小变动，都会在具体的细分市场创造惊人的市场潜力。

《红周刊》：现在有些投资者对科技股嗤之以鼻，也有些人疯狂追捧，您对目前科技股的看法是怎样的？

李杰：诚然巴菲特从不投资科技类企业，并且确实科技产业相比一些传统行业的不确定性更加突出，并且我也认为并不一定非要投资科技类企业才能在未来获得好的投资收益。但投资中也要戒除傲慢与偏见，关键是看自己到底能不能看懂这类企业。何况从国外的统计数据来看，自 20 世纪 70 年代以来，信息技术、医药保健等行业的资产收益率确实非常高，结合其广阔的商业价值和中国社会发展新阶段的大背景，放下傲慢和偏见，认真寻找看得懂的机会可能更加理性。

不过，科技类企业所蕴含的想象力非常容易"迎风起舞"，这也是不争的事实，投资科技类企业需要更好地理解溢价和泡沫之间的差别，并且警惕以想象力代替安全边际的冲动。

《红周刊》：我个人觉得贵州茅台比较符合 DCF 三要素中前两个（DCF 三要素：经营存续期、现金创造力、经营周期定位），但是对于第三个，茅台目前处于什么经营发展阶段？是否是"夕阳无限好，只是近黄昏"？

李杰：在我看来高端白酒过去多年的景气确实是演绎一个好生意的绝佳案例，而其最近的表现也突出验证了"DCF 三要素"在综合视角上的实际意义。对这个问题最早在 2012 年，就在一个在线访谈中谈到过，当时有人问高端白酒是否见顶。我的回答是：我不判断见顶不见顶，我只判断是否有显而易见的大机会，而在高端白酒上我已经看不到这个机会了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《红周刊》：您提示："对于那些刚刚经历过黄金十年、长期景气繁荣，已将各方面经营得登峰造极且资产收益率极高水准的企业要小心"，但是目前市场的情况是，不少这样的企业股价和估值都已进行了回归，未来"双击"的机会您捡不捡？

李杰：这里的很多企业我看未来很难再有"向上双击"的机会了。如果中国经济的前途取决于经济结构调整，而经济结构调整意味着某些领域的市场或许即使不是永久性，也将是很长时间难以再接近当年的峰值，那么这类公司最多也只是有个超跌反弹的机会而已，估值在极端便宜的时候可能有阶段性的修复，但也仅此而已。这样的机会当然不是不能投，只不过是否是最优选择就见仁见智了。

《红周刊》：您非常看好未来 10 ~ 15 年我国证券市场的投资机会，而且认为大放异彩的一定是民营企业，为什么？您对于"新蓝筹"有何看法？

李杰：从大类资产的性价比来看，证券市场确实是目前我最看好的。2012 年下半年我曾卖出一套投资性房产而加码股市（新投入的本金未算人之前的收益），也算是对这一观点的实际践行，在其中我确实更看好民营企业的崛起。我个人认为，如果说过去多年中国证券市场主要解决了国企和央企的融资和脱困（应该承认，这一目标完成得非常出色），那么未来 10 年乃至更长时期内，中国股市主要的服务对象和将在其中大放异彩的一定是民营企业。根据证监会 2012 年 5 月 31 日发布的数据显示，A 股上市公司中民营企业占比已经超过 50%，其中主板占比近 1/3；中小企业板占比近 80%；创业板占比超过 95%。

融资平台向新兴产业倾斜已经是一个没有悬念的趋势，A 股在未来融资对象中将有很大一部分是新兴产业的公司，而这其中的绝大多数将注定是民营企业。如果说国企的强项在于整合资源及获取不同程度的垄断经营资格，那么民营企业的优势就在于创新和企业家精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时我们可以看到，与发达经济体的代表性企业相比，传统制造业、基础设施和金融、地产等行业的营业额及市值差距已经不大，但在创意文化、高端制造、信息技术、医疗健康等领域两者差异则十分巨大，无论是营业规模还是市值甚至都不到对方的几十分之一，如果从发展的角度来看，这正常吗？所以如果说这些领域是未来发力的主战场，那么民营企业将必然是这个战场上的主力部队。

不过需要说明的是，这个逻辑非常“宏观”，只能说在研究时可以更多地侧重相关领域，但并不是由此参与到市场相关概念的炒作中去。方向再看好，也不能违背“好生意、好企业、好投资”的根本原则。

注：本文刊发于《证券市场红周刊》2014 年 4 月 19 日第 28 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net









投稿热线：(010) 88379007
客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com
数字阅读：www.hzmedia.com.cn